

**EL ÁMBITO OBJETIVO DEL MERCADO DE VALORES:
DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO “VALOR
NEGOCIABLE” TRAS LA INTRODUCCIÓN DEL
CONCEPTO “INSTRUMENTO FINANCIERO”
Y APROXIMACIÓN A ESTE ÚLTIMO**

NIEVES LÓPEZ SANTANA

*Doctora en Derecho.
Profesora Ayudante de la Universidad de Sevilla*

SUMARIO

- I. CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS. LA AMPLIACIÓN DEL ÁMBITO OBJETIVO DEL MERCADO DE VALORES.
- II. DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO “VALOR NEGOCIABLE”.
 - 1. Examen de las características de “negociabilidad” y “agrupación en emisiones”.
 - A) Consideraciones generales.
 - B) Negociabilidad.
 - C) Agrupación en emisiones.

2. Valor negociable/valor mobiliario.

- A) Consideraciones introductorias.
- B) La controvertida naturaleza jurídica de los instrumentos tradicionalmente calificados como efectos de comercio cuando son emitidos para cumplir funciones propias de los valores mobiliarios.
- C) Las diferencias entre los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable” en lo referente a su conexión respecto de una determinada forma de representación.
- D) La conexión entre los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable”. Inexistencia de valores mobiliarios no negociables.

3. Consideraciones finales. Definición de valores negociables.

III. APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE INSTRUMENTO FINANCIERO.

1. Fundamentos de la introducción del concepto “instrumento financiero”.

- A) La crisis del concepto “valor negociable”. La necesidad de someter los futuros y opciones a la LMV.
- B) La transposición de la Directiva sobre Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables (DSI).

2. Delimitación legal de los “instrumentos financieros”. Valoración crítica y conclusión.

I. CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS. LA AMPLIACIÓN DEL ÁMBITO OBJETIVO DEL MERCADO DE VALORES

El ámbito objetivo del mercado de valores, a los efectos de la aplicación de su normativa reguladora, bajo la vigencia de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores⁽¹⁾ en su redacción originaria quedaba circunscrito a los valores negociables (*vid.* artículo 2 de la LMV en su primitiva redacción)⁽²⁾. Actualmente, tras la reforma operada por la Ley 37/1998, de 16 de noviem-

(1) BOE n.º 181, de 29 de julio; corrección de errores en BOE n.º 122, de 23 de mayo de 1989 y en el n.º 185, de 4 de agosto. En adelante LMV.

(2) Al menos era clara la finalidad delimitadora del ámbito objetivo de la LMV con la que introdujo dicho concepto. Así se desprendía de los propios términos utilizados por el legislador, cuando, concretamente en el número II *ab initio* de la Exposición de Motivos, indicó que “La Ley reposa sobre el concepto de valor negociable agrupado en emisiones”.

bre⁽³⁾, junto con el concepto de valor negociable, en el artículo 2 de la LMV, se ha introducido el de instrumento financiero. En concreto, al referido artículo 2 de la LMV le han sido añadidos 2 párrafos en los que se establece que, además de los valores negociables agrupados en emisiones, el ámbito del mercado de valores también abarcará “...los siguientes instrumentos financieros: a) Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no; b) Los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no; c) Los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo, a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible”. Añadiéndose, concretamente en el párrafo 3.º del citado artículo 2 de la LMV, que “a los instrumentos financieros, les serán de aplicación, con las adaptaciones precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables”. De esta forma, en la tarea de delimitar, desde el punto de vista objetivo, el ámbito de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores se abre un nuevo interrogante, el relativo a la concreción del concepto de instrumento financiero, pero, junto a ello, surge igualmente la necesidad de replantearse el de valor negociable⁽⁴⁾. Evidentemente, si el concepto de valor negociable se introdujo como elemento delimitador del ámbito objetivo del mercado de valores, necesariamente debía concebirse con la suficiente flexibilidad como para poder abarcar los nuevos instrumentos o las variantes que fueran experimentando los objetos tradicionalmente negociados en nuestros mercados mobiliarios. Con la ampliación expresa del ámbito objetivo de la LMV a “instrumentos financieros” distintos de los “valores negociables”, la flexibilidad y amplitud que debían presidir la concreción de dicho concepto, lógicamente, habrán disminuido. De esta forma, la introducción del concepto “instrumento financiero”, además de suponer una ampliación del ámbito de la LMV y su normativa de desarrollo, cuyo alcance requiere concretar qué figuras han de entenderse incluidas en él, ha contribuido, sin duda, a perfilar los contornos del de valor negociable, haciendo así posible que, por fin hoy, podamos encontrar una definición de valor negociable coherente en todos sus extremos con los escasos pronunciamientos que al respecto fueron vertidos desde la Ley.

(3) BOE n.º 275, de 17 de noviembre de 1998.

(4) En este sentido, por todos, *vid.* SALINAS ADELANTADO, C., “El concepto de valor negociable”, *RDBB*, n.º 63, 1996, pp. 609 a 648, especialmente pp. 628 y 629.

II. DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO “VALOR NEGOCIABLE”

1. Examen de las características de “negociabilidad” y “agrupación en emisiones”

A) Consideraciones generales

La denominación “valores negociables” fue introducida en nuestro Ordenamiento por la Ley 24/1988, de 28 de julio⁽⁵⁾. De lo establecido en dicha norma se desprende que la finalidad con la que la citada expresión había sido introducida no era otra que la de delimitar el ámbito objetivo del mercado de valores a los efectos de la aplicación de su normativa reguladora (*vid.* número II *ab initio* de la Exposición de Motivos y artículo 2 de la Ley 24/1988 en su redacción originaria). Sin embargo, pese a la importante función que le fue atribuida a la nueva expresión de valor negociable por la propia LMV, ésta no se detuvo en precisar su contenido, por considerar que se trataba de “*un concepto difícil de definir de forma escueta en el articulado de un texto legal*” (cfr. n.º 2 *ab initio* de la LMV). La Ley 24/1988 se limitó a apuntar —igualmente en el número 2 de su Exposición de Motivos— los caracteres que debían considerarse definitorios de la pretendida nueva categoría por ella introducida⁽⁶⁾, indicando al respecto las notas de “negociabilidad” y “agrupación en emisiones”.

(5) Encontramos autores que, sin embargo, matizan esta afirmación indicando que la expresión “valor negociable” ya había sido utilizada, aunque escasamente, en nuestro Ordenamiento con anterioridad a la promulgación de la LMV. Como prueba de ello es citado con frecuencia por los referidos autores el artículo 67 del C. de c., destacando que dicho precepto declaraba que podían incluirse en las cotizaciones oficiales de las bolsas los valores “*declarados negociables*”. En el sentido indicado, entre otros, *vid.*, SÁNCHEZ CALERO, F., “Comentario al artículo 2 del Real Decreto 291/1992”, AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores* (dir. Fernando Sánchez Calero), Madrid, 1995, pp. 25 a 57, especialmente p. 35; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1997, p. 131 y MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEYAS, A., *Valores Mobiliarios anotados en Cuenta. Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico*, Pamplona, 1997, pp. 118 y 119.

(6) De la propia Exposición de Motivos de la LMV de 1988 se desprende que dicha norma concibió a los valores negociables como una nueva realidad. Que luego realmente llegasen a constituir una verdadera novedad respecto a categorías más tradicionales como la de los valores mobiliarios no fue algo compartido por toda la doctrina (al respecto *vid. infra* apartado II.2). Sin embargo, es claro que esa era la intención del legislador de entonces y así es destacado, entre otros, por ABELLA AMIGO, S., “Ocho artículos del Real Decreto sobre emisiones. Comentario breve”, CDC, n.º 15, 1994, pp. 65 a 105, especialmente p. 71.

La falta de una definición legal de la noción “valor negociable”, a la que se acaba de hacer referencia, unida a la vocación delimitadora del ámbito objetivo de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores, con la que dicho concepto fue introducido, derivaron en la existencia de no pocos esfuerzos doctrinales encaminados a delimitar la realidad acotada bajo la referida expresión. No obstante, la tarea de definir y concretar qué ha de entenderse por valor negociable no resulta fácil, no faltando incluso opiniones que niegan la posibilidad de llegar a un concepto único, válido para todo el Derecho del mercado de valores⁽⁷⁾.

El punto de partida en esta búsqueda de contenido a la expresión “valor negociable” puede encontrarse en la determinación del significado de sus características definitorias: “negociabilidad” y “agrupación en emisiones”. De hecho, fueron los únicos parámetros que, junto con la desconexión respecto de una determinada forma de representación, la Ley 24/1988 indicó como delimitadores de los valores negociables. Sin embargo, tampoco las indicadas notas de negociabilidad y agrupación en emisiones fueron definidas directamente por la LMV, por considerar que su precisión, indefectiblemente, implicaría descender a un casuismo impropio de una norma de rango legal y, así, única-

(7) En este sentido destaca RECALDE CASTELLS, A., “Los valores negociables”, AA.VV., *Derecho del Mercado Financiero. Entidades del Mercado Financiero (control público y crisis). Mercados y valores* (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas y Fuentes), I-2, Madrid, 1994, pp. 265 a 310, especialmente pp. 273, 274 y 276. El citado autor sostiene la inexistencia de un concepto único de valor negociable, y la imposibilidad de llegar a él, por ser distinta la finalidad perseguida en cada uno de los ámbitos normativos reguladores del conjunto del mercado de valores. Así, para Recalde, el sentido de la expresión “valor negociable” diferirá según nos encontremos en el contexto del mercado primario —donde lo que fundamentalmente se persigue es la protección del inversor posibilitándole que pueda adoptar su decisión de inversión sobre la base de una información suficiente—, de los mercados secundarios —en los que la preocupación latente es ante todo garantizar la *marketability*—, o en la regulación aplicable a las tomas de control en el marco de una OPA —donde el concepto “valor negociable” se definirá por atribuir o poder atribuir en el futuro el derecho de voto en una corporación—. Tras la reforma introducida en la LMV por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre y, con ello, tras la introducción del concepto “instrumento financiero” como igualmente delimitador, junto con el de valor negociable, de la normativa reguladora del mercado de valores, RECALDE CASTELLS ha publicado un artículo con idéntico nombre al indicado anteriormente, en AA.VV., *Instituciones del Mercado Financiero* (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez Simancas), V, *Reforma de 1998. Sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, pp. 2.523 a 2.591, especialmente pp. 2.542 y ss., en el que, con las mismas argumentaciones expuestas, sigue manteniendo la referida imposibilidad de defender un concepto único de valor negociable. En la misma línea, entre otros, GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Valencia, 1999, pp. 217 a 219 y 227 y 228, considera que el intento de buscar un concepto unitario de valor negociable descuida el carácter discontinuo inherente al Derecho del mercado de valores.

mente, en su Exposición de Motivos, dejó trazadas ciertas “pinceladas” aclaratorias del objetivo con el que cada una de las referidas características habían sido introducidas como definitorias de los valores negociables (*vid.* n.º 2 de la Exposición de Motivos de la LMV), que pueden servir como punto de partida para desentrañar su significado.

B) Negociabilidad

En cuanto a la característica de la negociabilidad, la exposición de motivos de la Ley 24/1988 se limitó a señalar que “*con tal expresión se ha querido hacer referencia a algo más amplio que la mera transmisibilidad, propia de práctica-mente todos los derechos, y que deberá definirse en términos de un mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes*” (cfr. n.º 2 de la exposición de motivos de la Ley 24/1988). Por su parte, el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores⁽⁸⁾, en su artículo 2, tras realizar una enumeración, no exhaustiva, de los instrumentos que han de considerarse “valores negociables”, establece una cláusula de cierre, concretamente en la letra f), de la que puede deducirse que la negociabilidad implica ser “*susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera*”.

No obstante, ni lo indicado por la LMV, ni lo dispuesto al respecto por el Real Decreto sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores resulta suficiente para precisar el alcance de la nota de negociabilidad⁽⁹⁾. Parece claro

(8) BOE n.º 80, de 2 de abril de 1992.

(9) Ello ha motivado que, entre la doctrina, sean numerosas las reflexiones realizadas en torno a la concreción de la referida característica. Al respecto, por todos, *vid.*: DÍAZ MORENO, A., “La prenda en anotaciones en cuenta”, *RCDI*, n.º 603, 1991, pp. 355 a 441, especialmente p. 360; ALONSO ESPINOSA, F. J., “Intereses del inversor y Derecho del mercado de valores”, *RDM*, n.º 208, 1993, pp. 415 a 469, especialmente, pp. 435 y ss., y *El mercado primario de valores. Un estudio en torno al RD 291/1992, de 27 de marzo*, Barcelona, 1994, pp. 164 y ss.; ABELLA AMIGO, S., *op. cit.*, p. 72; DOMINGO GONZÁLEZ, V., “El concepto valor en la ley de Reforma del mercado de valores. Ámbito de aplicación de la misma”, en AA.VV., *Contratos sobre acciones* (dir. Francisco Gil del Moral, Gerardo Moreu Serrano y Alfonso Pascual de Miguel), Madrid, 1994, pp. 5 a 23, especialmente pp. 8 y 9; ESPINA, D., *Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995, pp. 200 a 206; SÁNCHEZ CALERO, F., *op. cit.*, p. 44; SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 630 a 633; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEYAS, A., *op. cit.*, pp. 127 a 129; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *op. cit.*, p. 132; DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Madrid, 1998, pp. 173 a 176, y GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, pp. 208 a 214.

que la negociabilidad está directamente conectada con la aptitud de los valores para ser admitidos a cotización en un mercado financiero; ahora bien, no se precisa si ha de tratarse de un mercado secundario oficial o no, ni si la cotización del valor en cuestión ha de ser una circunstancia que deba constatararse para que dicho valor pase a merecer la calificación de negociable o si por el contrario puede quedarse en una mera potencialidad. Además, en cuanto a la exigencia del “*predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes*”, se plantea la cuestión de si ha de traducirse en el absoluto anonimato de los sujetos intervinientes en las distintas operaciones, sobre todo porque el Real Decreto sobre emisiones hace referencia a la susceptibilidad de constituir objeto de “*tráfico generalizado e impersonal*”⁽¹⁰⁾.

Todas las cuestiones indicadas se encuentran conectadas entre sí. En primer lugar, en cuanto a la cuestión de la delimitación del mercado financiero que ha de servir de referencia para el cumplimiento de la negociabilidad, SALINAS ADELANTADO enumera la existencia de tres posibilidades distintas: en su acepción más estricta, la expresión “*mercado de índole financiera*” se circunscribiría a los mercados secundarios oficiales; en una acepción amplia, dicha expresión incluiría también los mercados secundarios simplemente organizados y, por último, bajo una perspectiva que el referido autor califica de amplísima, haría referencia, tal y como parece establecerse en el Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, a cualquier mercado financiero⁽¹¹⁾. Pueden encontrarse argumentos tanto a favor como en contra de cada una de estas tres acepciones. De hecho, cualquiera de ellas podría servir para determinar el significado con el que el legislador introdujo la característica de negociabilidad como definitoria de los valores negociables. Ciertamente, dependiendo de la acepción escogida, la solución de las demás cuestiones planteadas en torno a la interpretación de la referida característica encontrarán una respuesta u otra, pero, en conjunto, podrán llegar a un mismo resultado. Además, hasta desentrañar el significado de la otra nota indicada desde la Ley como definitoria de los valores negociables —la agrupación en emisiones—, no es posible determinar, al menos de forma tajante, el resultado de esta primera cuestión, por cuanto que, tal y como se verá más adelante, ambas notas —“negociabilidad” y “agrupación en emisiones”— se encuentran íntimamente co-

(10) Sobre las cuestiones que se plantean en orden a la concreción de la nota de negociabilidad, por todos, *vid.* RAMOS GASCÓN, F. J., *Régimen jurídico de los valores*, Madrid, 1997, p. 102.

(11) *Vid.* SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 632.

nectadas⁽¹²⁾. Sin embargo, pese a ello, a efectos puramente metodológicos, nada obsta para comenzar dando una respuesta aproximada, al menos, a esta primera cuestión, acerca del tipo de mercado que habrá de ser tomado de referencia, con el objeto de ir construyendo sobre ella el resto de los interrogantes suscitados en torno a la negociabilidad, para que, contestados todos, mediante una visión de conjunto, sea posible entender su verdadero significado.

A simple vista, la literalidad de la expresión utilizada por el Real Decreto 291/1992, “*mercado de índole financiera*”, parece referirse a cualquier tipo de mercado. No obstante, con los datos con que contamos hasta el momento —sin haber analizado aún el significado de la “agrupación en emisiones”—, *a priori*, podría no entenderse la vinculación que ello crearía entre el valor en cuestión y el mercado de valores, pudiendo así objetarse que la señalada interpretación de la expresión “*mercado de índole financiera*” podría desvirtuar la finalidad delimitadora del ámbito de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores, con la que el concepto “valor negociable” fue introducido⁽¹³⁾.

Por su parte, varias razones hacen que este momento no resulte el más adecuado para acoger la segunda de las acepciones descritas, que refiere la expresión “*mercado de índole financiera*” a los mercados secundarios simplemente organizados pero no oficiales. Tras la reforma operada por la Ley 37/1998, en la LMV se suprimió cualquier referencia a esta categoría de mercados⁽¹⁴⁾. Ello llevó a parte de la doctrina a sostener su desaparición⁽¹⁵⁾. No obstante, la recién creada Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero⁽¹⁶⁾ vuelve a referirse a ellos (*vid.* artículo 4); lo que ocurre es que no queda claro cuáles habrán de ser sus características definitorias y, sobre todo, cuáles serán las principales diferencias entre dichos mercados secundarios simple-

mente organizados y los oficiales⁽¹⁷⁾. Siendo así, partir de que la expresión “*mercado de índole financiera*” hace referencia a los mercados secundarios organizados pero no oficiales podría llevar a una indeterminación del resto de los interrogantes suscitados en torno al significado de la negociabilidad, nada loable, si se tiene en cuenta que, precisamente, la utilidad de concretar el tipo de mercado al que alude la citada expresión se cifra en poder ir resolviendo las demás cuestiones planteadas para desentrañar las exigencias derivadas de la referida característica.

Sólo queda entonces la primera de las acepciones indicadas, en virtud de la cual los mercados que han de ser tomados de referencia para determinar la concurrencia de la negociabilidad se circunscriben a los mercados secundarios oficiales. Ciertamente, esta última interpretación que es posible hacer de la expresión “*mercado de índole financiera*” tampoco se encuentra exenta de cierta polémica. Fundamentalmente, se le podría objetar que en la lista de valores negociables relacionada en el artículo 2.1 del Real Decreto 291/1992 se incluyen instrumentos, como las participaciones en los fondos de inversión, que no resultan admisibles a cotización en ningún mercado secundario oficial⁽¹⁸⁾. Sin embargo, tampoco ello constituye un obstáculo insalvable para mantener la

(12) *Vid. infra* apartado II.1.c).

(13) En un sentido análogo, por todos, *vid.* SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, p. 633.

(14) Ciertamente, el artículo 77 de la LMV, en su redacción originaria, era prácticamente el único que aludía a ellos. Tras la reforma del 98, dicho precepto pasó a regular el fondo de garantía de inversiones, sin que en ningún otro se mantuviese la referencia a este tipo de mercados (entre otros, *vid.* KICHNER, P. y SALINAS, C., *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Madrid, 1999, nota 54 del capítulo I y p. 84).

(15) *Ibidem*.

(16) BOCG, n.º 69-20, de 8 de noviembre de 2002.

(17) Tradicionalmente, bajo la Ley 24/1988, en su redacción originaria, la doctrina había considerado que los mercados secundarios simplemente organizados se caracterizaban por las amplias potestades autorreguladoras de sus operadores, siendo principalmente ellos los que los sustentaban y organizaban. De esta forma, la diferencia entre esta categoría de mercados y los oficiales la cifraban en el relevante papel desempeñado respecto de estos últimos mercados por la CNMV o el Banco de España —en relación con el mercado de Deuda Pública Anotada—, siendo dichos organismos oficiales los encargados de la supervisión y ordenación de su organización y funcionamiento (por todos, *vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La reforma del mercado de valores español: Algunas claves orientadoras”, *RDBB*, n.º 37, 1990, pp. 11 a 22, especialmente, p. 14; ALONSO ESPINOSA, F. J., *op. cit.*, pp. 427 y 428 y ABELLA SANTAMARÍA, J., *La ordenación del mercado de valores: un ordenamiento dinámico*, Madrid, 1995). Sin embargo, la apuntada diferencia entre los mercados secundarios oficiales y los simplemente organizados parece difuminarse con las indicaciones establecidas, respecto de estos últimos, en el artículo 4 de la citada Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. Dicho precepto modifica el apartado 4 del artículo 31 de la LMV, con el objeto de incluir una serie de requisitos que habrán de cumplir los mercados secundarios simplemente organizados, que van en la línea de dotar a la CNMV de amplias facultades de supervisión, tanto en su creación como en su funcionamiento y organización. En concreto, se establece la necesidad de obtener una previa autorización de la CNMV para su creación, que puede encontrarse subordinada además al cumplimiento de ciertas condiciones; la obligatoriedad de someter su funcionamiento a lo establecido en un concreto reglamento que, aunque será dictado *ad hoc* por la sociedad rectora del mercado en cuestión, igualmente requerirá la previa aprobación de la CNMV y, por último, el sometimiento de sus operadores al régimen de inspección y sanción previsto con carácter general en el Título VIII de la LMV.

(18) En este sentido, entre otros, *vid.* SALINAS, C., “El concepto...”, *cit.*, p. 633.

señalada conclusión. Aun cuando más adelante esta aparente contradicción se verá aclarada⁽¹⁹⁾, es posible adelantar que la enumeración de los instrumentos que han de considerarse “valores negociables” realizada por el artículo 2 del Real Decreto 291/1992, a lo sumo tendrá un valor meramente indicativo, no pudiendo considerarse, en ningún caso, de ámbito general. Así lo aclara de forma expresa el mismo precepto citado, al disponer que la enumeración de los valores negociables en él contenida se realiza “a los efectos del presente Real Decreto” (cfr. artículo 2 del Real Decreto 291/1992 *ab initio*), es decir, con la única finalidad de determinar cuáles son los instrumentos que han de cumplir con los requisitos de publicidad establecidos en dicha norma para poder ser objeto de emisión en el mercado primario⁽²⁰⁾. De esta forma, sin perjuicio de posteriores matizaciones⁽²¹⁾, *a priori*, la cuestión parece inclinarse en favor de la acepción más estricta de la expresión “mercado de índole financiera”, que hace referencia a los mercados secundarios oficiales. Además, tras la introducción del concepto “instrumento financiero” como igualmente delimitador del ámbito objetivo de aplicación de la LMV, pueden encontrarse incluso nuevos argumentos que avalan la mencionada interpretación. Como se verá más detenidamente, en la LMV, “valores negociables” e “instrumentos financieros” aluden a dos realidades, distintas, pero complementarias, por cuanto que, sumadas, copan la totalidad de prácticas, contratos, posiciones jurídicas o derechos que, por mantener alguna conexión con el mercado de valores, han de someterse a su normativa reguladora⁽²²⁾. En virtud de los términos utilizados por la Ley para determinar las características definitorias de los instrumentos financieros, se puede fácilmente observar que la circunstancia de que se encuentren admitidos a cotización oficial, o la susceptibilidad de que ello ocurra, no constituye en ningún caso el punto de conexión que determina su sometimiento a la normati-

(19) Vid. *infra* en el texto de este mismo apartado.

(20) En este sentido, entre otros, vid. CACHÓN BLANCO, J.E., «Análisis jurídico de los conceptos de “valor negociable” e “instrumento financiero”», *RDM*, n.º 221, 1996, pp. 773 a 832, especialmente p. 783; del mismo autor, «Análisis comparativo del concepto teórico doctrinal de valor negociable y del concepto reglamentario contenido en el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores», *RDM*, n.º 222, 1996, pp. 1.201, a 1.249, especialmente p. 1.202, y RAMOS GASCÓN, F.J., *op. cit.*, p. 104. En contra, SÁNCHEZ CALERO, F., *op. cit.*, p. 29, considera errónea a la mención contenida inicialmente en el artículo 2 del Real Decreto sobre emisiones cuando afirma “a efectos del presente Real Decreto”, entendiendo que dicha norma se encarga de precisar el concepto de valor negociable a los efectos de delimitar uno de los datos esenciales que fijan el ámbito de aplicación de la LMV. En la misma línea del último autor citado, entre otros, vid. DE CARLOS BERTRÁN, L., *op. cit.*, *passim*.

(21) Vid. *infra* en el texto de este mismo apartado.

(22) Vid. *infra* apartado III, especialmente subapartados III.1.B) y III.2.

va reguladora del mercado de valores. Ciertamente, la negociabilidad en términos de mercado ni siquiera se erige en requisito imprescindible para que un determinado contrato o práctica merezca la calificación de instrumento financiero, y tenga así que quedar sometido a la LMV y su normativa de desarrollo; ahora bien, cuando el artículo 2.2 de la LMV alude a la negociabilidad en relación a los instrumentos financieros, en ningún caso la refiere a los mercados secundarios oficiales, aclarando expresamente que un determinado contrato merecerá la calificación de instrumento financiero cuando sea objeto, o simplemente sea susceptible, de negociación en un mercado secundario “oficial o no” [cfr. letras a) y c) del artículo 2.2 de la LMV], bastando además con la concurrencia de dicha circunstancia. De este modo, si, como ya ha sido destacado, “valores negociables” e “instrumentos financieros” aluden a dos realidades distintas, para que no exista colisión entre ambos conceptos parece adecuado partir de que la característica de negociabilidad que, en todo caso, ha de concurrir en un determinado derecho o posición jurídica para que merezca la calificación de valor negociable deba referirse a los mercados secundarios oficiales.

Con ello, a su vez, la segunda de las cuestiones planteadas en la delimitación de la negociabilidad parece igualmente quedar resuelta. Se trata de la necesidad de que el valor se encuentre efectivamente admitido a cotización en el referido mercado de índole financiera o a la mera potencialidad de que ello ocurra. Si se toma como mercados de referencia a los mercados secundarios oficiales, la exigencia de que el valor en cuestión se encuentre admitido a cotización en alguno de ellos para que merezca la consideración de negociable sólo podrá sostenerse en términos puramente potenciales⁽²³⁾.

Esta segunda conclusión, teniendo en cuenta la función delimitadora del ámbito objetivo de aplicación de la LMV que le fue atribuida al concepto “valor negociable”, no admite ninguna duda. Los valores no admitidos a negociación en ningún mercado secundario oficial también pueden ser negociables, por cuanto que la propia LMV, en ocasiones, se refiere expresamente a ellos⁽²⁴⁾. Además, en su artículo 5 *ab initio*, la LMV dispone que los valores negociables pueden representarse mediante títulos o mediante anotaciones en cuenta (cfr. artículo 5 *ab initio*), pese a que, en la actualidad, es requisito imprescindible que los valores adopten la representación tabular para que sean admitidos a

(23) En contra, como será puesto de manifiesto *infra*, en el texto de este mismo apartado, destacan, entre otros, ALONSO ESPINOSA, F. J., *El mercado primario de valores. Un estudio en torno al Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo*, Barcelona, 1994, p. 167.

(24) Como ejemplo paradigmático se puede citar el artículo 7 de la referida norma, que, en su párrafo 2.º, se encarga de regular el sistema de llevanza de los registros contables de los valores anotados cuando no se encuentran admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

cotización oficial⁽²⁵⁾. No es posible entender así que valores negociables sean sólo los cotizados oficialmente, pues, entonces, en contra de lo establecido en la Ley, los valores representados por títulos nunca merecerían dicha consideración. Por el contrario, admitir que la nota de negociabilidad implica la mera susceptibilidad de los valores para ser admitidos a cotización en un mercado secundario oficial encaja con la afirmación que hace la LMV de que los valores negociables pueden representarse, además de por anotaciones en cuenta, mediante títulos, por cuanto que la representación cartular es expresamente calificada como “reversible” (*vid.* artículo 5.3 de la LMV), siendo por ello los valores representados mediante títulos susceptibles de ser admitidos a cotización oficial, aun cuando *de facto* no puedan encontrarse cotizados oficialmente.

Con las conclusiones vertidas hasta el momento nos encontramos más cerca de la concreción de la negociabilidad. Parece exigir que el valor en cuestión sea susceptible de ser admitido a cotización en un mercado secundario oficial; sin embargo, resta por concretar lo más importante: ¿cuándo ha de entenderse que un determinado instrumento es susceptible de ser admitido a cotización en un mercado secundario oficial?; ¿de qué depende? En palabras de la ley, la negociabilidad “*hace referencia a algo más amplio que la mera transmisibilidad, propia de prácticamente todos los derechos*” (cfr n.º 2 de la Exposición de Motivos de la LMV); ¿se traduce esto, como parece aclarar el artículo 2.f) del Real Decreto 291/1992, en la posibilidad de constituir objeto de “*tráfico generalizado e impersonal*”? Algunos autores parece que así lo entienden, calificando, en consecuencia, de imprecisos los términos utilizados por el legislador en la Exposición de Motivos de la Ley 24/1988, por considerar que, en realidad, ha querido referirse a todo lo contrario, es decir, a que la negociabilidad implica, en lugar de *algo más amplio*, algo más estricto que la transmisibili-

(25) Ello, que en un primer momento fue una consecuencia sobrevenida, aunque permitida por la Ley 24/1988 (*vid.* artículo 5.4), del éxito alcanzado por las anotaciones en cuenta, actualmente, tras la reforma operada por la Ley 37/1998, ha pasado a tener reconocimiento legal. Así lo muestra el hecho de que con la entrada en vigor de la última norma citada se haya suprimido la letra b) del originario artículo 46 de la Ley 24/1988, en la que se establecía que no podrían negociarse en ningún mercado secundario organizado distinto de las Bolsas de Valores: “*b) los valores que estén representados por medio de títulos*”, manteniéndose, sin embargo, la anterior afirmación con la que comenzaba el originario artículo 5 de la LMV que, como sabemos, disponía, y dispone, que “*los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos*”. Puede entenderse así que la Ley 37/1998 se ha hecho eco de lo que años más tarde de la entrada en vigor de la originaria LMV se estableció en el artículo 29 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, disponiendo que “*la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta (...) será condición necesaria para su admisión a negociación en Bolsa*”.

dad⁽²⁶⁾. Sin embargo, esta interpretación sólo puede ser admitida si no es posible llegar a una conclusión que encaje en todos sus extremos con todas y cada una de las afirmaciones realizadas en la Ley. Si en la concreción de la negociabilidad se parte de las escasas pinceladas que al respecto se realizan en la LMV, y de ellas surgen los interrogantes apuntados, no parece que las respuestas más acertadas deban pasar por calificar de erróneas dichas afirmaciones.

La cuestión, a su vez, lleva a pronunciarse sobre la consideración como valores negociables de las acciones de las sociedades cerradas y de aquéllas cuya transmisibilidad se encuentra restringida. En efecto, negarles la consideración de valores negociables implica admitir que la negociabilidad es algo, en lugar de más amplio, más estricto que la mera transmisibilidad, por cuanto que, aun cuando dichas acciones puedan ser transmitidas, no podrán serlo bajo el absoluto anonimato de los sujetos intervinientes en la operación, no pudiendo así constituir objeto de tráfico *impersonal*.

Esta última cuestión apuntada, acerca de la concurrencia de la negociabilidad respecto de las acciones de las sociedades cerradas y de aquéllas cuya libre transmisibilidad se encuentra restringida, es una de las más polémicas que al respecto se suscitan. Existen opiniones en todos los sentidos⁽²⁷⁾, pero ninguno de los argumentos aducidos para excluirlas de la categoría de valores negociables se muestra irrefutable.

(26) En este sentido, por todos, *vid.* RAMOS GASCÓN, F. J., *op. cit.*, p. 102, y en cierto modo también SÁNCHEZ CALERO, F., *op. cit.*, p. 44.

(27) En lo que se refiere a las acciones de las sociedades cerradas, en contra de su consideración como valores negociables, por todos, *vid.* FARRANDO MIGUEL, I., “El concepto de valor negociable y la aplicación en España de la cultura de la transparencia”, AA.VV., *Estudios en homenaje al profesor Aurelio Menéndez* (coord. Juan Luis Iglesias Prada), Madrid, 1996, pp. 1.197 a 1.236, especialmente pp. 1.216 y 1.217, y SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, p. 632. En sentido contrario, la concurrencia de la nota de negociabilidad en este tipo de acciones es defendida, entre otros, por DÍAZ MORENO, A., *op. cit.*, nota 6 y GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, pp. 212 y 213. Por su parte, la consideración como valores negociables de las acciones con limitaciones a su libre transmisibilidad es negada por autores como ALONSO ESPINOSA, F. J., “Intereses del inversor...”, *cit.*, p. 438 y *El mercado primario...*, *cit.*, pp. 164 a 168; SÁNCHEZ CALERO, F., *op. cit.*, p. 44; DOMÍNGUEZ GARCÍA, M. A., “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico”, AA.VV., *Estudios jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, p. 1.644; FARRANDO MIGUEL, I., *op. cit.*, pp. 1.216 y 1.217 y SALINAS ADELANTADO, C., “El concepto...”, *cit.*, p. 632. En una postura intermedia podemos citar a DE CARLOS BERTRÁN, L., *op. cit.*, pp. 174 y 175. El referido autor, sobre la base de identificar la negociabilidad con la potencialidad de constituir objeto de tráfico generalizado e impersonal, distingue en función del origen legal o contractual de la limitación en cuestión. De esta forma, concluye que mientras que en los casos en los que las restricciones provengan de la Ley, las acciones sobre las que recaigan no podrán ser consideradas valores negociables —citando como ejemplo a las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas—, las restricciones estatutarias

Respecto del primer grupo de acciones, las pertenecientes a las sociedades cerradas, en ningún lugar se prohíbe que puedan cotizar en un mercado secundario oficial. Por el contrario, es innegable la susceptibilidad de estas acciones de encontrarse cotizadas oficialmente, pues, de hecho, en la práctica bursátil, existen sociedades cerradas cotizadas. Alguno de los autores que niegan la consideración como valores negociables de las mencionadas acciones hacen incluso referencia a ello, justificando sus conclusiones en la constatación de que dicha circunstancia se debe a “una corruptela motivada por razones fiscales”⁽²⁸⁾. Sin embargo, la mayor o menor legitimidad de los motivos por los que las acciones de una sociedad cerrada puedan encontrarse admitidas a cotización en un mercado secundario oficial no es algo que pueda condicionar su caracterización como valores negociables. Es insostenible pensar que algunas acciones cotizadas en bolsa y los negocios que sobre ellas puedan realizarse no van a regirse por lo dispuesto en la LMV y su normativa de desarrollo, y ésta es precisamente la consecuencia que se derivaría si consideráramos que las acciones de una sociedad cerrada, aun cuando admitidas a cotización bursátil, no son valores negociables, pues la finalidad con la que el concepto “valor negociable” se incluye en la LMV es precisamente la de delimitar su ámbito de aplicación (*vid.* artículo 2 de la LMV)⁽²⁹⁾.

a la libre transmisibilidad, por el contrario, no determinarían la pérdida de la condición de valor negociable de las acciones afectadas. Una postura favorable a la consideración como negociables de las acciones cuya libre circulación se encuentra restringida parece deducirse de las afirmaciones realizadas por DÍAZ MORENO, A., “La prenda...”, *cit.*, nota 6, cuando indica que las acciones son siempre valores negociables.

(28) Cfr. SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, nota 89.

(29) Uno de los principales objetivos que se persiguieron con la reforma que en el ámbito mobiliario produjo en su día la Ley 24/1988 fue el ofrecer una regulación suficiente del mercado de valores con la finalidad, entre otras, de proteger a los inversores y potenciar con ello la inversión mobiliaria (*vid. infra* apartado II.3). Al respecto, resulta bastante descriptiva la frase utilizada por FARRANDO MIGUEL, I., cuando afirma que el valor negociable es “el supraconcepto que permite ordenar en España la cultura de la transparencia” (Cfr. *op. cit.*, p. 1.198), que, como el mismo autor aclara, es un sistema que basa la protección del inversor en el suministro de una adecuada información a fin de que pueda adoptar fundadamente sus propias decisiones. Podría pensarse entonces que es en cierta medida lógico que los titulares de las acciones de sociedades cerradas admitidas a cotización en bolsa no vean rodeada su inversión de garantías suficientes por buscar con ella una evasión de las normas fiscales. Sin embargo, ello sólo puede ser sostenido en un plano puramente teórico. En la práctica, la exclusión de las referidas acciones de la categoría de valores negociables supone la negación de un hecho evidente: la aplicación a las mismas de la LMV y su normativa de desarrollo. Además, la expresión “sociedad cerrada” no tiene un significado preciso, no encontrándose delimitada en ninguna norma. Coloquialmente suele usarse para designar a sociedades pequeñas, familiares, creadas con la intención de mantener el negocio constitutivo de su objeto social entre sus

En cuanto a las acciones con limitaciones a su libre transmisibilidad, los autores que niegan la concurrencia en ellas de la nota de negociabilidad, aun con distintos matices, se apoyan fundamentalmente en que la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992 excluye de forma expresa la posibilidad de que sean admitidas a cotización en un mercado secundario oficial. Incluso, sobre la base de la citada disposición adicional, se encuentran posturas más radicales. En este sentido, destaca la opinión sostenida por Francisco José ALONSO ESPINOSA, que considera que las limitaciones a la circulación de las acciones excluyen en todo caso la concurrencia de la nota de negociabilidad en las acciones sobre las que recaigan, aun cuando no sean más que una consecuencia indirecta de lo establecido en la Ley, como ocurre en el caso de las acciones con dividendos pasivos. Para fundamentar su postura, el citado autor parte de una interpretación literal de la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992, que dispone que “*los valores que vayan a ser objeto de admisión a negociación en un mercado secundario no podrán estar sujetos a ningún tipo de restricción a su libre transmisibilidad*”, esgrimiendo que al no hacer referencia expresa a *las limitaciones estatutarias a la libre transmisibilidad*, en la expresión utilizada por la indicada disposición adicional habrá de incluirse cualquier clase de limitación a la circulación de las acciones, aun cuando se trate de una limitación indirecta. De acuerdo con ello, para ALONSO ESPINOSA tampoco van a ser negociables las acciones que no hayan sido íntegramente desembolsadas en el momento de su suscripción, por considerar que la vinculación solidaria temporal que, respecto al pago de los dividendos pasivos, sufren suscriptor, transmitentes y sucesivos adquirentes (*vid.* artículo 46 de la LSA),

fundadores. Ello puede dar lugar a que en dichas sociedades se articulen mecanismos para evitar que cualquier tercero pueda sin más pasar a formar parte de las mismas, pero, en cualquier caso, sus acciones deben poder transmitirse. La libre circulación de la condición de socio es un principio básico de las sociedades anónimas, que, por tanto, se podrá limitar pero no excluir [*vid.* artículo 63.2 de la LSA (Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas —BOE n.º 310, de 27 de diciembre—)], y más si se trata de acciones que cotizan en bolsa, por cuanto que, entonces, sobre ellas, al menos formalmente, no puede recaer ninguna cláusula restrictiva de su transmisibilidad (*vid.* disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992). De esta forma, sostener la no aplicación de la normativa del mercado de valores respecto de las indicadas acciones sobre la base de no considerar a sus titulares merecedores de la protección que dicha normativa brinda a los inversores en general —que es a lo que se llega si no las consideramos valores negociables—, además de suponer la negación de un hecho, llevaría igualmente a la no aplicación de las normas mobiliarias respecto de los negocios que sobre ellas se realizaran, y con ello a la inmerecida e insostenible desprotección de los terceros que en dicho negocio intervinieran. En palabras de GONZÁLEZ CASILLA, F., *op. cit.*, pp. 212 y 213, excluir la consideración de valores negociables a las acciones de las sociedades familiares “supondría someter a los valores negociados *efectivamente* en un mercado a controles diversos en función de un nuevo nominalismo”.

indirectamente supone una restricción a la libre transmisibilidad de dichas acciones⁽³⁰⁾.

(30) Cfr. ALONSO ESPINOSA, F. J., *El mercado primario...*, cit., p. 166, nota 88, e "Intereses del inversor...", cit., p. 436, nota 49. Sobre la consideración de que lo establecido en el artículo 46 de la LSA desemboca en una limitación indirecta de la circulación de las acciones no liberadas, *vid.*, entre otros, IZQUIERDO, M., *Los mercados de valores de la CEE. (Derecho comunitario y adaptación al Derecho español)*, Madrid, 1992, p. 80. Ciertamente, es posible que la disposición adicional 1.4 del Real Decreto sobre emisiones no sólo se refiera a los supuestos en los que los valores tengan restringida su libre transmisibilidad de forma expresa, e incluya también aquéllos en los que exista una limitación indirecta, como puede entenderse la derivada de lo establecido en el artículo 46 de la LSA respecto de las acciones no liberadas. De hecho, un apoyo a esta interpretación se puede encontrar en la circunstancia de que, antes de la entrada en vigor del Real Decreto 291/1992, el actualmente derogado artículo 27.f) del Reglamento de Bolsas [Decreto 1506/1967, de 31 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio (BOE n.º 168, de 15 de junio de 1967; corrección de errores en BOE n.º 191, de 11 de agosto)] solamente impedía la admisión a cotización oficial de valores con "restricciones estatutarias", al exigir que se adjuntase a la documentación requerida al efecto un certificado indicativo de la inexistencia de "restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de los títulos-valores o de sus derechos" (en su día esto fue resaltado, entre otros, por SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "La admisión de valores a cotización oficial", *RDBB*, n.º 5, 1982, pp. 79 a 116, especialmente pp. 88 y ss., e IZQUIERDO, M., *op. cit.*, p. 80). De esta forma, parece coherente sostener que si ahora la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992 se refiere a "ningún tipo de restricción" lo haga de forma consciente para efectivamente referirse, además de a las restricciones estatutarias, a cualquier clase de limitación a la circulación de los valores, directa o indirecta, entre las que podría entenderse incluida la que se deriva del régimen de responsabilidad solidaria al que el artículo 46 de la LSA somete a los intervinientes en la transmisión de las acciones sobre las que pesa la obligación de desembolsar dividendos pasivos. Precisamente, parece ser éste el argumento en el que se basa ALONSO ESPINOSA, F. J., *Mercado primario...*, cit., p. 166, para sostener la inclusión de las acciones no desembolsadas en la disposición adicional 1.4 del Real Decreto sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. No obstante, también es posible encontrar argumentos en favor de una tesis contraria. Que el régimen establecido en el artículo 46 de la LSA pueda suponer un elemento disuasorio para la adquisición por terceras personas de las acciones afectadas no significa que necesariamente tenga que interpretarse como una limitación a la libre transmisibilidad de las acciones a las que se refiere. El esquema A.II.2 de la Directiva del Consejo 79/279/CEE, de 5 de marzo de 1979, relativa a la coordinación de las condiciones para la admisión de valores a cotización oficial en una Bolsa de Valores (DO L n.º 66/21, de 16 de marzo de 1979), exige como condición para la admisión de acciones que sean libremente negociables, previendo que se asimilen a ellas las que no hubiesen sido íntegramente liberadas, en el supuesto de que se hubiesen adoptado medidas para garantizar su libre negociabilidad y que se hubiese suministrado al público la información necesaria (cfr. IZQUIERDO, M., *op. cit.*, p. 79). Así, es posible interpretar que el régimen de responsabilidad establecido en el artículo 46 de la LSA, junto con la obligada publicidad del plazo de vencimiento de los dividendos pasivos (*vid.* artículo 42 de la LSA), supone una de estas medidas a las que se refiere la citada Directiva, en el sentido de entenderse como una alternativa a la restricción expresa de la circulación de las acciones no liberadas para garantizar el pago de los dividendos pasivos.

En cualquier caso, una cosa es la posible consideración del régimen del artículo 46 de la LSA como una limitación indirecta a la libre transmisibilidad de las acciones, y su consiguiente inclusión en la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992, y otra distinta la consideración como negociables de las acciones sobre las que dichas restricciones recaigan. Todo dependerá de los términos potenciales o no en los que, a los efectos de la negociabilidad, se entienda exigible la circunstancia de que el valor se encuentre admitido a cotización oficial. Si se parte de que la concurrencia de la nota de negociabilidad implica que los valores en cuestión se encuentren *de facto* admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, concluir que el régimen del artículo 46 de la LSA supone una restricción a la transmisibilidad de las acciones no liberadas incluida en la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992, indefectiblemente conllevará excluir la consideración de valores negociables de estas acciones. Ésta es precisamente la postura de ALONSO ESPINOSA, para quien, desde la perspectiva del mercado secundario, no son valores negociables no sólo aquéllos no admisibles a negociación en un mercado secundario de valores por no reunir los requisitos exigidos al efecto, sino también "aquéllos cuya admisión a un mercado organizado no es solicitada aunque los valores reúnan las condiciones precisas"⁽³¹⁾. Ahora bien, pese a la coherencia de la opinión del citado autor, la premisa de la que parte —la identificación de la negociabilidad con el encontrarse los valores de hecho admitidos a negociación en un mercado secundario oficial— actualmente no parece sostenible. Como antes ha sido apuntado, dicha conclusión conllevaría que sólo los valores representados mediante anotaciones en cuenta puedan ser valores negociables, pues sólo los que adoptan la representación tabular pueden encontrarse cotizados oficialmente, y ello se contradice con lo expresamente establecido en el artículo 5 de la LMV, en el que se indica que "los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta y por medio de títulos". De esta forma, si la afirmación contenida en este precepto, dado el carácter "reversible" de la representación cartular, lleva a sostener que la negociabilidad lo que implica es la mera susceptibilidad del valor para ser admitido a cotización oficial, tendrá que admitirse igualmente que las acciones cuya transmisibilidad se encuentra restringida por cualquier medio también son negociables, ya que las referidas restricciones (tanto si proceden de la Ley —artículos 62, 65 y, en su caso, 46 de la LSA—, como si tienen un origen meramente convencional —artículo 63 de la LSA—), o bien nacen abocadas a su casi inmediata desaparición

(31) Cfr. ALONSO ESPINOSA, F. J., *El mercado primario...*, cit., p. 167.

ción⁽³²⁾, o bien pueden desaparecer con una simple modificación estatutaria⁽³³⁾, desapareciendo con ello, a su vez, respecto de las acciones afectadas, la prohibición de cotizar oficialmente, contenida en la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992.

(32) Éste es el caso de la prohibición de que se transmitan las acciones antes de la inscripción de la sociedad o de la escritura de aumento de capital, contenida en el artículo 62 de la LSA. La referida prohibición se basa en que sin inscripción la sociedad no adquiere personalidad jurídica y en el deseo de proteger al tráfico. Así, la inscripción de la sociedad y de su escritura de aumento de capital en el Registro Mercantil no es algo caprichoso, la sociedad está obligada a hacerlo (*vid.* artículos 7 y 162 de la LSA) y, de hecho, la propia LSA establece consecuencias gravosas para los socios que incumplen tales requisitos de publicidad que, en cierta forma, suponen un mecanismo de presión para su cumplimiento (*vid.* artículo 16 de la LSA, en lo que se refiere al incumplimiento de la inscripción de la sociedad). De ahí que sea obvia la vocación de provisionalidad con la que se concibe esta limitación legal a la libre transmisibilidad de las acciones. Del mismo modo, aun admitiendo que lo establecido en el artículo 46 de la LSA supone una limitación “indirecta” a la libre circulación de las acciones sobre las que pesa la obligación de desembolsar dividendos pasivos que, por lo dispuesto en la disposición adicional 1.4 del Real Decreto 291/1992, les impide cotizar oficialmente, es innegable el carácter temporal de dicha supuesta restricción. La posibilidad de desembolsar sólo parcialmente las acciones suscritas, permitida desde el artículo 12.2 de la LSA, tiene como única finalidad facilitar la suscripción íntegra del capital social en un tipo societario, como la sociedad anónima, en el que la cifra de capital no puede ser inferior a 10.000.000 de pesetas (*cfr.* artículo 4 de la LSA). A su vez, la suscripción íntegra del capital social viene impuesta en el párrafo 11 del mismo precepto que permite el desembolso parcial de las acciones en las que se divide —el artículo 12 de la LSA—, y se basa en la protección de uno de los principios sobre los que gira toda la regulación de la sociedad anónima: el de integración del capital social. Con la suscripción de las acciones nace la obligación de aportar patrimonio del socio para con la sociedad, que desde el punto de vista de ésta supone un crédito en su favor que permite integrar el capital social. Sin embargo, el referido principio de integración del capital social se vería vulnerado si dichos créditos se alargasen indefinidamente. De ahí que la regulación de las acciones parcialmente liberadas se centre en garantizar su total de desembolso (*vid.* artículos 42 a 46 de la LSA), estableciéndose las medidas oportunas para garantizar que, en ningún caso, la obligación de desembolsar los dividendos pueda adquirir carácter indefinido (*vid.* segundo inciso del artículo 45.2 de la LSA). Sobre el régimen jurídico de los dividendos pasivos, por todos, *vid.* LÓPEZ ORTEGA, R., *Los dividendos pasivos*, Madrid, 1998.

(33) Puede deducirse que es ésta precisamente la fundamentación en la que se basa DE CARLOS BERTRÁN, L., para afirmar de forma expresa que “las restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad no determinarían la pérdida de la condición de valor negociable de los sometidos a las mismas” (*cfr.*, *op. cit.*, pp. 174 y 175). Para el citado autor, el hecho de que las restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones puedan desaparecer mediante una simple modificación de los estatutos sociales de la sociedad a la que pertenezcan, hace que las acciones afectadas por dichas restricciones puedan llegar a ser objeto de tráfico generalizado e impersonal, cumpliendo así con el requisito de negociabilidad, que para él sólo es exigible en términos puramente potenciales. A nuestro entender, ello es igualmente predicable de la otra limitación legal a la libre circulación de las acciones —la relativa a las acciones

En definitiva, las acciones cuya circulación se encuentre restringida cumplen con la nota de negociabilidad por cuanto que, al igual que las incorporadas a documentos, no pueden encontrarse admitidas a cotización oficial, pero sí son susceptibles de que ello finalmente suceda, concurriendo así en ellas el requisito de ser objeto de negociación en un mercado secundario oficial en los términos potenciales en los que, a los efectos de la característica de negociabilidad, parece exigible.

Con ello queda claro, a su vez, cuál ha de ser la respuesta del tercero y último de los interrogantes que podían plantearse en la concreción del significado de la negociabilidad: la cuestión de la necesidad de que el valor sea transmisible bajo el absoluto anonimato de los sujetos intervinientes en las distintas operaciones. Mantener la posible consideración de negociables de las acciones con cláusulas restrictivas de su transmisibilidad implica una respuesta negativa⁽³⁴⁾, que encaja por completo con los términos literales que utiliza el legislador al referirse al “predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes” y con la calificación de la negociabilidad como “algo más amplio que la mera transmisibilidad”. Además, la circunstancia de que el artículo 2 del Real Decreto sobre emisiones, de forma expresa, se refiera al “tráfico generalizado e impersonal” —que vimos que era algo que agudizaba el interrogante que ahora nos ocupa— no constituye un obstáculo para mantener esta interpretación, pues nunca puede existir colisión entre normas de distinto rango, y menos en este caso en el que, como ya ha sido puesto de manifiesto⁽³⁵⁾, es el propio precepto reglamentario citado el que de forma expresa establece que carece de alcance general.

Las acciones sobre las que exista una cláusula, legal o estatutaria, restrictiva de su libre transmisibilidad, en todo caso, van a ser transmisibles. En relación con las limitaciones de origen convencional están las llamadas restricciones estatutarias, así se establece imperativamente en la LSA, en la que, de forma expresa, se veta la posibilidad de que las referidas restricciones se traduz-

cuya titularidad lleva aparejada la obligación de realizar prestaciones accesorias—, que también mediante modificación estatutaria puede desaparecer: recordemos que, por un lado, la LSA condiciona la transmisión de las referidas acciones al otorgamiento de la previa autorización de la sociedad “salvo disposición contraria en los estatutos” (*vid.* artículo 65 de la LSA) y, por otro, que la propia obligación de realizar prestaciones accesorias también puede extinguirse mediante modificación estatutaria [*vid.* artículo 9.1) de la LSA], desapareciendo así la restricción a la libre circulación de las acciones a cuya titularidad la prestación en cuestión viniera aparejada.

(34) En contra, RAMOS GASCÓN, F. J., *op. cit.*, p. 102.

(35) *Vid. supra* en el texto de este mismo apartado.

can en una imposibilidad real de que las acciones sobre las que recaigan puedan circular (*vid.* artículo 63.2 de la LSA). Ello implicaría la consiguiente transgresión de uno de los principios básicos de las sociedades anónimas, como es el de la libre transmisibilidad de sus acciones, que puede considerarse incluso configurador de este tipo social, por derivar directamente de su carácter capitalista. En coherencia con ello, las limitaciones legales a la libre circulación de las acciones tampoco vetan por completo la transmisión de las acciones afectadas. En el supuesto de las acciones con prestaciones accesorias, la limitación consiste en la necesidad de obtener el previo consentimiento de la sociedad “*en la forma establecida en el artículo 63*” (cfr. artículo 65 *in fine* de la LSA). En dicho precepto, concretamente en su párrafo 3.º, la LSA también se encarga de garantizar que efectivamente la referida limitación no se traduzca en una prohibición y, así, por un lado, exige que los estatutos mencionen las causas que permitan denegar en cada caso la preceptiva autorización y, por otro, le otorga un valor positivo al silencio de la sociedad. Por último, respecto de la otra limitación legal a la libre circulación de las acciones, la relativa al supuesto en el que la sociedad o la escritura de aumento de capital no se encuentren aún inscritas, el hecho de que se configure como una prohibición precisamente es lo que indica que, en efecto, tal y como se expresa en la LMV, “*la negociabilidad es algo más amplio que la mera transmisibilidad*”: las acciones afectadas por dicha restricción, *de facto*, no pueden ser transmitidas, sin embargo, el carácter indefectiblemente temporal, antes apuntado, de la mencionada limitación, hace negociables a las acciones sobre las que recaiga, en cuanto susceptibles de ser admitidas a cotización en un mercado secundario oficial en los términos potenciales antes expuestos. Además, actualmente, tanto la doctrina como la jurisprudencia han matizado el tradicional rigor de esta limitación o prohibición de transmitir, sobre la base del tenor literal del precepto en el que se establece, el artículo 62 de la LSA, que se refiere de forma expresa a la “*entrega*” y “*transmisión*”. Así, se ha llegado a entender que los pactos y negocios realizados sobre las acciones afectadas por esta limitación van a ser válidos, aunque la transmisión no se va a producir hasta la inscripción en el Registro de la sociedad o del aumento de capital⁽³⁶⁾.

(36) La prohibición de transmitir acciones antes de la inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil quedaba establecida igualmente en el artículo 14 de la LSA de 1951 (Ley de 17 de julio de 1951, de Régimen jurídico de las Sociedades Anónimas —BOE n.º 199 de 18 de julio—). Tradicionalmente había sido objeto de una interpretación radical, por parte tanto de la doctrina como de la Jurisprudencia, considerando nulas de pleno derecho las transmisiones que la transgredían. Sin embargo, el TS, a partir de la S. de 16 de julio de 1992 (RAJ 1992/6624), quebró por completo, de forma tajante, la línea jurisprudencial seguida hasta ese momento, dando lugar con ello a nuevos posicionamientos doctrinales sobre la cuestión apuntada. La importancia de la referida STS en la interpretación de la prohibición de transmitir acciones

Ahora bien, aun cuando, como ha quedado patente, las acciones sobre las que pesen restricciones a su libre transmisibilidad van a poder circular, la nominatividad que obligatoriamente ha de presidir su forma de representación (*vid.* artículo 52.1 de la LSA) impide que puedan transmitirse bajo el absoluto anonimato de los sujetos intervinientes. Según lo expuesto, ello no es obstáculo para considerarlas valores negociables. La LMV sólo se refiere a la posibilidad de ser negociadas en un mercado “*que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en los que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes*”, y esto sí es predicable de las acciones cuya circulación se encuentre restringida. Al poder circular, alrededor de ellas sí es posible la creación de un mercado que responda a los términos en los que lo define la Ley. Ciertamente, las referidas restricciones pueden ser muy variadas. Podría sostenerse entonces que sólo sobre algunas de las mencionadas acciones no libremente transmisibles podrá crearse un mercado de este tipo, en función de la concreta restricción que pesara sobre ellas. Sin embargo, esta conclusión se muestra insostenible, por cuanto que, además de la indudable inseguridad jurídica que crearía, implicaría la

antes de la inscripción de la sociedad o de la escritura de aumento de capital en el Registro Mercantil es destacada, entre otros, por CALVO ROJAS, M., “La transmisión de acciones y de participaciones sociales en las sociedades no inscritas”, AA.VV., *Contratos sobre acciones* (dir. Francisco Gil del Moral, Gerardo Moreu Serrano y Alfonso Pascual de Miguel), Madrid, 1994, pp. 381 a 406. Dicho autor, tras defender en su trabajo la interpretación tradicional antes apuntada (cfr. pp. 400 a 402), incluye una nota final en la que aclara que fue escrito antes de que se dictase la S. a la que estamos haciendo referencia (cfr. p. 406). En la citada resolución, el TS afirma que la prohibición de transmitir acciones mientras la sociedad no esté inscrita en el Registro Mercantil no imposibilita que “*previamente, en etapa presocial, se puedan concertar pactos de enajenación de acciones entre los accionistas y terceros*”. “*Así las cosas*” —continúa el TS— “*la venta (...) resulta eficaz y vinculante para los interesados directos en la misma, en cuanto presenta un convenio válido para la transmisión de los títulos...*”. “*Las Sociedades Anónimas, mientras no consten debidamente inscritas en el Registro Mercantil, efectivamente carecen de personalidad jurídica (...), y si bien, (...) los contratos concluidos en nombre de la sociedad, en este estado prerregistral, quedan subordinados a este requisito (...), no sucede lo mismo con los convenios que pueden realizar un socio con un tercero*”. Entre la doctrina actual, en este sentido, entre otros, podemos citar a MAGARIYOS BLANCO, V., “Transmisibilidad de las acciones antes de la inscripción de la sociedad anónima y del aumento de capital en el Registro Mercantil (II)”, *RDP*, 1994, pp. 203 a 222, *passim*. En contra, siguen manteniendo la nulidad de las transmisiones de las acciones realizadas antes de la inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil, entre otros, PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., “La negociación de acciones antes de la inscripción de la Sociedad en el Registro Mercantil y antes de la impresión y entrega de los títulos”, en AA.VV., *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales* (dir. Guillermo J. Jiménez Sánchez), Madrid, 1992, pp. 243 a 259, especialmente pp. 246 a 252. No obstante, hemos de advertir que, en atención a la fecha del libro en el que se encuentra publicado el último trabajo mencionado, probablemente haya sido realizado antes de la promulgación de la STS a la que nos estamos refiriendo.

necesidad de examinar cada caso concreto, dando lugar a un casuismo a todas luces incompatible con la defensa de los valores negociables como categoría.

De todo lo expuesto hasta el momento se pueden sacar conclusiones más generales que permiten acercarse a la concreción de las exigencias que ha de reunir un determinado valor para merecer la consideración de negociable: en ningún caso la concurrencia de la nota de negociabilidad puede hacerse depender de factores extrínsecos, en cuanto ajenos a la propia naturaleza y configuración interna del valor en cuestión⁽³⁷⁾. La consideración como negociable de un determinado valor es algo de no poca trascendencia, determina el sometimiento del mismo a la normativa reguladora del mercado de valores. De ahí que no pueda depender de la concurrencia de factores externos, circunstanciales o coyunturales que en cualquier momento puedan fácilmente desaparecer. De lo contrario, estaríamos creando una gran inseguridad jurídica, que en modo alguno puede haber sido la finalidad perseguida por el legislador cuando introdujo la expresión “valor negociable” como delimitadora del ámbito objetivo de aplicación de la legislación del mercado de valores. En este sentido, parece adecuada la consideración de DÍAZ MORENO cuando afirma que el requisito de negociabilidad no va referido al valor concreto de que se trate sino al “tipo” de valor en sí. De esta forma, el citado autor concluye la cuestión afirmando que “serán negociables los valores que sean de un tipo para el que exista un mercado que los acepte como títulos de inversión”⁽³⁸⁾.

Por tanto, sólo circunstancias intrínsecas, esto es, derivadas de la propia naturaleza y configuración de los distintos instrumentos, pueden determinar la concurrencia de la nota de negociabilidad. Estas circunstancias no pueden ser otras que el tratarse de derechos, o posiciones jurídicas, de contenido patrimonial, aptos, por su propia configuración jurídica, de tráfico generalizado y, por tanto, en palabras de la Ley, de ser negociados en un “mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los térmi-

(37) En contra, hacen depender la consideración de negociable respecto de un determinado valor del cumplimiento de factores extrínsecos, entre otros, DOMINGO GONZÁLEZ, V., *op. cit.*, p. 14; ALONSO ESPINOSA, F. J., “Intereses del inversor...”, *cit.*, pp. 434 a 438; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., Comentario a la voz “valor negociable”, *Enciclopedia Jurídica Básica*, IV, Madrid, 1994, pp. 6.797 a 6.802, esp. 6.798, y SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 631 y 632.

(38) Cfr. DÍAZ MORENO, A., *op. cit.*, nota n.º 6, para quien además “ello explica que las acciones y obligaciones —en cuanto tipos de valores— sean siempre negociables”. La opinión del profesor Díaz Moreno es, sin embargo, expresamente rebatida por GONZÁLEZ CASTILLA, F. aduciendo que “esto implicaría, sin embargo, introducir un concepto —‘tipo de valor’— que no ha sido el utilizado por el legislador, además de suponer un reconocimiento de las disfunciones que provoca la ‘negociabilidad’ —término esencialmente *cuantitativo* y *económico*— como elemento delimitador de una categoría jurídica” (cfr. *op. cit.*, p. 212).

nos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes”. Ello no es incompatible con la consideración de la que partimos de que el mercado de referencia deba ser un mercado secundario oficial, que nos llevó a afirmar que la negociabilidad exige la mera susceptibilidad del instrumento en cuestión de ser negociado en un mercado de este tipo. Lo que ocurre es que si la concurrencia de la nota de negociabilidad no puede hacerse depender de circunstancias extrínsecas, ajenas al propio valor, tampoco dependerá de que se haya creado un mercado oficial en el que expresamente se reconozca que el tipo de valor en cuestión puede cotizar. La susceptibilidad de los valores de ser admitidos a cotización en un mercado secundario oficial, que determina, según lo expuesto, la concurrencia de la negociabilidad, se refiere exclusivamente y deriva de la circunstancia de tratarse de derechos o posiciones jurídicas naturalmente dotados para ser objeto de tráfico generalizado, con independencia, por tanto, de que exista un mercado secundario oficial en el que dichos instrumentos puedan cotizar. Pierde así trascendencia la primera de las cuestiones planteadas en la concreción de la característica de la negociabilidad. El mercado de referencia en el que ha de cotizar el valor para ser negociable puede circunscribirse a los mercados secundarios oficiales o abarcar cualquier tipo de mercado financiero. Dependiendo de la concepción de mercado de la que se parta, la exigencia de que el valor cotice en él se exigirá en términos puramente potenciales o no: será negociable el valor que simplemente sea “susceptible” de ser negociado en un mercado secundario oficial y también aquél que *de facto* lo sea en un mercado financiero cualquiera, por cuanto que, entonces, a los efectos de la nota de negociabilidad, habrá de entenderse susceptible de cotización oficial. En definitiva, todo instrumento que, por sus propios caracteres, pueda ser negociado en un mercado caracterizado por el predominio de los términos económicos en los que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes, ha de entenderse susceptible de constituir el objeto de un mercado secundario oficial y, por tanto, negociable.

Sólo la referida consideración de la negociabilidad permite perfilar un concepto único de valor negociable válido para todo el mercado de valores y que, a su vez, cumpla la función delimitadora del ámbito de aplicación de su normativa reguladora con la que fue introducido —que, recordemos, comparte hoy con el de instrumento financiero—. Cosa distinta será que los concretos derechos o instrumentos que puedan ser incluidos en el referido concepto de valor negociable sean distintos según atendamos a los distintos ámbitos o sectores en los que a su vez se divide el mercado de valores, pudiéndose incluso sostener que desde el punto de vista del mercado secundario, la negociabilidad exige la existencia de un mercado secundario oficial en el que expresamente se admita que el tipo de valor en sí pueda ser negociado, o que desde la perspectiva del mercado primario sea necesario que el valor pueda ser objeto de tráfico impersonal.

C) Agrupación en emisiones

Pasando ya al análisis de la nota de agrupación en emisiones⁽³⁹⁾, se puede comenzar destacando que en la Exposición de Motivos de la Ley 24/1988 se aclara que ha de entenderse como un concepto más amplio y, por tanto, más omnicomprendivo que el tradicional de emisión en serie. Así, según la Ley, con la característica de agrupación en emisiones se abandona el concepto de valores emitidos en serie, *"tanto por la difícil concreción legal del mismo, como por el hecho de que no hay razón para no considerar agrupados en una emisión (...) instrumentos que pueden ser bastante heterogéneos en alguna de sus características económicas (...) y que en ausencia de este planteamiento podrían escapar totalmente a las previsiones de la presente Ley"* (cfr. n.º 2 *in fine* de la Exposición de Motivos de la Ley 24/1988).

De las palabras utilizadas por el legislador puede desprenderse, en primer lugar, que aun cuando no se encuentra definido de forma expresa, el tradicional concepto de emisión en serie exige para su concurrencia la identidad absoluta de los valores⁽⁴⁰⁾. Partiendo de ahí, parece que lo que se pretende introducir con la nota de agrupación en emisiones es la superación de la igualdad absoluta y su sustitución por la igualdad sustancial⁽⁴¹⁾, con el principal propósito de cerrar vías para eludir la aplicación de la Ley, bastando así con que los valores en cuestión sean homogéneos entre sí, al exigirse únicamente la coincidencia en sus notas esenciales.

Por su parte, el originario artículo 2 de la LMV remitió a un posterior desarrollo reglamentario la determinación de en qué medida deberían ser homogéneos los valores entre sí para que se pudiesen considerar agrupados en una misma emisión. Dicho desarrollo reglamentario fue realizado por el Real De-

(39) Sobre la determinación del significado de dicha característica, entre otros, *vid.*: DÍAZ MORENO, A., *op. cit.*, pp. 361 y 362; ALONSO ESPINOSA, F. J., *El mercado primario...*, *cit.*, pp. 156 a 163; ABELLA AMIGO, S., *op. cit.*, pp. 73 y 74; DOMINGO GONZÁLEZ, V., *op. cit.*, pp. 9 a 11; ESPINA, D., *op. cit.*, pp. 206 a 213; SÁNCHEZ CALERO, F., *op. cit.*, pp. 43 y 44; SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 634 a 636; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEYAS, A., *op. cit.*, pp. 125 a 127; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *op. cit.*, pp. 131 y 132; DE CARLOS BERTRÁN, L., *op. cit.*, pp. 175 a 178, y GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, p. 214 a 217.

(40) *Vid.* POLO, A., "La admisión de valores a cotización oficial", AA.VV., *Coloquio de Derecho bursátil*, Bilbao, 1970, pp. 29 a 87, especialmente p. 58. Tal y como es resaltado, entre otros, por DÍAZ MORENO, A., *op. cit.*, p. 361, nota 7, de igual modo, parece deducirse que en nuestro Ordenamiento se consideran emitidos en serie los valores idénticos, no sólo en el contenido de derechos que atribuyen, sino incluso en su valor nominal, citando como ejemplo los artículos 49, 53 y 219 de la LSA.

(41) ALONSO ESPINOSA, F. J., *El mercado primario...*, *cit.*, p. 163.

creto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, estableciéndose, concretamente en su artículo 4, que, a estos efectos, se entiende que los valores son homogéneos entre sí cuando, procediendo de un mismo emisor, formen parte de una misma operación financiera o respondan a una misma unidad de propósito, incluida la obtención sistemática de financiación, tengan la misma naturaleza y régimen de transmisión y atribuyan a sus titulares un contenido sustancialmente igual de derechos y obligaciones (*vid.* artículo 4 párrafos 21 y 31 del Real Decreto 291/1992)⁽⁴²⁾.

En suma, del tenor literal de los citados preceptos —los artículos 2 de la LMV y 4 del Real Decreto sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores— se deduce que dos son las notas que han de concurrir para que se pueda entender que los valores se encuentran agrupados en emisiones: proceder de un mismo emisor y ser homogéneos. A su vez, para que se pueda considerar que los valores efectivamente son homogéneos entre sí es necesario: que formen parte de una misma operación financiera o respondan a una unidad de propósito, que tengan la misma naturaleza y el mismo régimen de transmisión, y que atribuyan a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones. Además, esto se completa mediante la enumeración de una serie de elementos que, por entenderse accesorios, pueden diferir sin que los valores en cuestión dejen de considerarse homogéneos. Dichos elementos, indicados también por el artículo 4 del Real Decreto 291/1992, son: el importe unitario, la fecha de puesta en circulación, de entrega material o de fijación de precios, y el procedimiento de colocación, incluida la existencia de bloques destinados a categorías específicas de inversores, el fraccionamiento de la emisión en partes sucesivas o la previsión de ampliaciones⁽⁴³⁾.

Hasta aquí, parece quedar claro que la agrupación en emisiones cumple una función concreta: evitar que los valores se puedan escapar fácilmente de la aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores con el solo hecho de introducir ciertos matices distintivos en alguna de sus características económicas. Sin embargo, tampoco la determinación de esta segunda característica definitoria de los valores negociables se encuentra exenta de dudas. Fundamentalmente, no queda demasiado claro por qué el legislador relaciona los conceptos "emisión en serie" y "agrupación en emisiones", indicando además que la introducción de éste supone el abandono de aquél. Podría pensarse que los "instrumentos" que antes de la entrada en vigor de la Ley 24/1988 se caracteri-

(42) Al respecto, entre otros, *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J., "Comentario al artículo 4 del Real Decreto 291/1992", AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores* (dir. Fernando Sánchez Calero), Madrid, 1995, pp. 73 a 93.

(43) Cfr. SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, p. 635.

zaban por ser emitidos en serie, esto es, los valores mobiliarios, al haberse “abandonado” —tal y como dice el legislador— el concepto de emisión en serie, siendo sustituido por el de agrupación en emisiones, o bien ahora han pasado a caracterizarse por agruparse en emisiones, o bien han desaparecido siendo sustituidos por los valores negociables. Ambas soluciones chocan, sin embargo, con el hecho de que, tras la promulgación de la Ley 24/1988, normas como la LSA sigan utilizando y relacionando las expresiones “valores mobiliarios” y “series de valores”, y además ésta última en su significado tradicional que exige la absoluta identidad de los valores pertenecientes a una misma serie (*vid.* artículo 49 de la LSA). Podría deducirse entonces que efectivamente las expresiones “valores mobiliarios” y “valores negociables” hacen referencia a realidades por completo distintas: sin embargo, con independencia de la veracidad de esta última conclusión⁽⁴⁴⁾, ello lleva a cuestionarse por qué el legislador relaciona los conceptos de emisión en serie y agrupación en emisiones, indicando además que la introducción de éste supone el abandono de aquél.

Para poder llegar a desentrañar el verdadero significado de la nota de agrupación en emisiones ha de ponerse en conexión con la otra característica calificada por la Ley como definitoria de los valores negociables: la negociabilidad⁽⁴⁵⁾. En este sentido, la introducción del concepto “agrupación en emisiones” ha supuesto una rebaja de las condiciones de igualdad que han de reunir los valores entre sí para que *a priori* puedan considerarse fácilmente intercambiables, esto es, negociables. Es decir, como forma de emisión opuesta a la emisión aislada e individualizada de los valores —entendiendo por tal la que requiere una específica y particularizada declaración de voluntad del emisor en cada uno de ellos—, el concepto “emisión en serie” subsiste. Ahora bien, esta forma de emisión tenía igualmente otra cara: permitir que los valores mobiliarios pudiesen cumplir principalmente funciones de inversión, pues al ser iguales los valores de una misma serie, es claro que son fácilmente intercambiables o, lo que es lo mismo, “negociables”, aumentando con ello su liquidez, que es algo fundamental para atraer la inversión. Esto último es lo que sí se ha visto afectado con la introducción de la característica de agrupación en emisiones. De esta forma, sustituye a la tradicional emisión en serie en el sentido de no ser necesario ya que todos los valores tengan idénticas características a los efectos de poder constituir el objeto de los mercados de valores, por suponer la constatación de que efectivamente para que los valores sean líquidos o fácilmente

(44) Al respecto, *vid. infra* apartado siguiente.

(45) La conexión existente entre la nota de agrupación en emisiones con la de negociabilidad es expresamente puesta de manifiesto, entre otros, por DOMINGO GONZÁLEZ, V., *op. cit.*, p. 14 y SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, p. 634.

intercambiables, y puedan cumplir así con la nota de negociabilidad, basta con que sean simplemente homogéneos⁽⁴⁶⁾, al proceder de un mismo emisor y coincidir en sus características esenciales.

2. Valor negociable/valor mobiliario

A) Consideraciones introductorias

En la tarea de concretar el significado del concepto “valor negociable”, como ya se ha dejado entrever, se plantea igualmente la cuestión de determinar su relación con el más tradicional de valor mobiliario. No se puede perder de vista que hasta la entrada en vigor de la Ley 24/1988, la referencia a los valores se realizaba a los “valores mobiliarios”. Por ello, uno de los primeros interrogantes que se plantearon con la utilización del término “valor negociable” fue si en realidad se introdujo una nueva categoría distinta a los tradicionales “valores mobiliarios” o si simplemente se trató de una nueva forma de denominarlos.

Aunque ésta es una cuestión que puede ser calificada de tradicional, en lo que se refiere a las investigaciones realizadas en este ámbito del mercado financiero, su resolución tampoco se muestra fácil. Se trata de determinar la relación que media entre dos expresiones, “valores negociables” y “valores mobiliarios”, carentes de definición y, por tanto, de concreción legal. Prueba de la dificultad de la referida tarea es que al respecto no existe consenso alguno entre la doctrina, encontrándonos, incluso entre los más reconocidos autores, con opiniones muy diversas⁽⁴⁷⁾.

(46) En este sentido, SÁNCHEZ CALERO, F. afirma que la homogeneidad “implica el carácter de los valores como cosa fungible en el sentido de ser sustituibles unos por otros” (*cfr.*, *op. cit.*, p. 44). En la misma línea, para ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “La homogeneidad de los valores asegura la objetivación del bien posibilitando un intercambio masivo” (*cfr.*, *op. cit.*, p. 131).

(47) En efecto, no existe una opinión unánime sobre la relación que media entre los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable”. En un intento de sistematizar las distintas posturas existentes al respecto se puede comenzar por distinguir dos grandes bloques. Por un lado, aquéllos que opinan que se trata de dos conceptos equivalentes, representando dos formas distintas de denominar una misma realidad [en esta dirección, entre otros, *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., “Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta”, AA.VV., *El nuevo Mercado de Valores* (dir. Evelio Verdura y Tuells), Bolonia, 1993, pp. 90 a 110, p. 95, y “Comentario al artículo 2...”, *cit.*, p. 36; CACHÓN BLANCO, J.E., *op. cit.*, p. 817; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *op. cit.*, pp. 132 y 133, y MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEYAS, A., *op. cit.*, p. 120] y, por otro, aquellos otros que consideran que las expresiones “valores mobiliarios” y “valores negociables”, aun cuando puedan encontrarse de alguna forma relacionadas, en modo alguno pueden considerarse sinónimas. A su vez, este segundo bloque de autores utilizan argumentaciones muy dispares. Con el solo objeto de facilitar la

Para llegar a una opinión propia sobre la referida cuestión, coherente, al menos, con las conclusiones vertidas hasta el momento, tras haber concretado

exposición, se puede distinguir, en primer lugar, un grupo de autores que fundamentan su postura sobre la base de hacer depender la concurrencia de la nota de negociabilidad de factores extrínsecos, ajenos a la propia naturaleza del valor en sí. Partiendo de ahí, consideran que los conceptos "valor mobiliario" y "valor negociable" no son sinónimos, pues, para ellos, el valor mobiliario sólo pasará a ser negociable si cumple con los requisitos externos que consideren conforman la negociabilidad. En esta línea, como vimos en su momento —*vid. supra* apartado II.1.B—, destacan ALONSO ESPINOSA, F. J., "Intereses del inversor...", *cit.*, pp. 433 a 436 y *El mercado primario...*, *cit.*, p. 170 y SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 638 y 639, aun cuando también se pueden incluir a DOMINGO GONZÁLEZ, V., *op. cit.*, pp. 13 y 14 y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., Comentario a la voz "Valor negociable", *op. cit.*, p. 6.798. Por otra parte, entre las voces que defienden la no equivalencia de los conceptos "valor mobiliario" y "valor negociable", se encuentran aquéllos que fundamentan su postura en la consideración de que se trata de dos expresiones que operan en ámbitos distintos. Así, para ESPINA, D., *op. cit.*, p. 202, mientras que el carácter negociable atiende a la dinámica de los elementos patrimoniales objeto de los mercados de valores, el carácter mobiliario lo hace a la configuración de posiciones jurídicas de socio u obligacionista. De esta forma, sostiene el citado autor, dan lugar a dos clasificaciones distintas, paralelas y no excluyentes. En la misma línea, DOMÍNGUEZ GARCÍA, M. A., *op. cit.*, p. 1.642 y 1.644, considera que mientras que la noción "valor mobiliario", mencionada y delimitada principalmente en la LSA, opera en el ámbito material de los títulos-valor, la noción "valor negociable", mencionada y delimitada en la LMV y su normativa complementaria de desarrollo, opera en el plano del Derecho del mercado de valores. En su opinión, ello impide que ambas nociones puedan considerarse sinónimas, al entender que la diversa naturaleza de los planos jurídicos de referencia da lugar a que las respectivas notas caracterizadoras de cada una de ellas posean un diferente significado y alcance. En tercer lugar, existen otros autores que ponen el énfasis de sus argumentaciones en la consideración de los valores negociables como un "supraconcepto" superador de la ya tradicional dicotomía entre valores mobiliarios y efectos de comercio. En este sentido destaca FARRANDO MIGUEL, I., *op. cit.*, pp. 1.213 y ss., para quien la introducción de la expresión "valor negociable" persigue un claro objetivo: constituirse en soporte de un determinado modelo de ordenación del mercado de valores, que llama "cultura de la transparencia", en el que el mecanismo protector del inversor pasa a ser la distribución obligatoria de información y deja de serlo el control, que considera ya desfasado. Por último, entre los autores que defienden que las nociones "valores mobiliarios" y "valores negociables" no son equivalentes destaca RECALDE CASTELLS, A., *op. cit.*, pp. 271 y ss. El citado autor es más original en sus argumentaciones. Es posible deducir que no fundamenta su postura en el significado de las notas de negociabilidad y agrupación en emisiones, que es lo que en definitiva hacen todos los demás, sino en el otro parámetro erigido por la LMV en referencial de los valores negociables: "su desconexión respecto de una determinada fórmula de instrumentación jurídica". De esta forma, para Recalde Castells, mientras que el concepto de valor mobiliario siempre va unido a una concreta forma de representación —que ya no se agota en la representación "cartular", sino que abarca también la "tabular"—, porque le es inherente la circunstancia de que su transmisión no se rija por las normas propias de la cesión de créditos, no ocurre así con todas las concepciones defendibles de valor negociable, pues, en su opinión, al menos en el mercado primario, el hecho de que respecto de un determinado valor aún no se haya impreso o entregado el título o no se haya realizado la correspondiente anotación no influirá en que su ofrecimiento para su suscripción, esto es, en que su emisión, tenga que sujetarse a los requisitos de publicidad establecidos en la normativa reguladora de este sector del mercado financiero.

el significado de las características de negociabilidad y agrupación en emisiones, erigidas desde la Ley en definitorias de los valores negociables, se hace necesario determinar, si realmente introducen una caracterización de los valores por completo innovadora, o si, por el contrario, hacen alusión a aspectos igualmente predicables de los ya conocidos "valores mobiliarios".

B) La controvertida naturaleza jurídica de los instrumentos tradicionalmente calificados como efectos de comercio cuando son emitidos para cumplir funciones propias de los valores mobiliarios

Mantener que los conceptos "valor mobiliario" y "valor negociable" aluden a una misma realidad sólo es posible atendiendo a una concepción moderna y evolucionada del concepto "valor mobiliario"⁽⁴⁸⁾. Sin embargo, no basta con

(48) En un principio, la doctrina era unánime en considerar que los valores mobiliarios respondían a dos de las clasificaciones más importantes de los títulos-valores [en este sentido, por todos, *vid.*, VELASCO ALONSO, A., "En torno al concepto y génesis de los valores mobiliarios", *RDP*, n.º 418, 1952, pp. 24 a 38; CACHÓN BLANCO, J.E., *op. cit.*, p. 797; RAMOS GASCÓN, F. J., *op. cit.*, pp. 65 y 66; GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, pp. 192 y 193 y RECALDE CASTELLS, A., "La representación de los valores: títulos y anotaciones en cuenta", en AA.VV., *Instituciones del Mercado Financiero* (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez Simancas), V, *Reforma de 1998. Sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, pp. 2.593 a 2.669, especialmente pp. 2.597 y ss.]. En primer lugar, según la manera de emitirse, se distinguían los títulos-valores singulares o aislados y los emitidos en serie o en masa. Desde esta perspectiva, el valor mobiliario era definido como un título-valor emitido en serie, con igualdad de características y conjunto de derechos entre los pertenecientes a una misma clase o serie (cfr. BERCOVITZ, A., "El derecho del mercado de capitales", *RDBB*, n.º 29, 1988, pp. 67 a 111, especialmente p. 90. En el mismo sentido, entre otros, ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *op. cit.*, p. 132). Por otra parte, según su función económica, los títulos-valores eran clasificados en títulos de inversión, de pago y crédito y, finalmente, representativos de mercaderías (EIZAGUIRRE, "Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores", *RDM*, n.º 163, 1982, pp. 7 a 112, especialmente pp. p. 106 y ss., y JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J., "La nueva regulación...", *cit.*, p. 48). Los valores mobiliarios, por su propia naturaleza, están destinados al mercado de capitales y se correspondían así, desde esta última perspectiva indicada, con los títulos-valores de inversión.

De acuerdo con las referidas clasificaciones, la doctrina distinguía dos grandes categorías en el seno de los títulos-valores: los valores mobiliarios y los efectos de comercio; los primeros, caracterizados por ser emitidos en serie o en masa y por servir como medio de inversión o de especulación, y nunca como medio de pago, y, los segundos, por emitirse de forma aislada como títulos únicos y por poder funcionar, también, como instrumentos de crédito, pero siempre como medios de pago (cfr. OTERO LASTRES, J.M., "Reflexiones sobre la aplicabilidad de los artículos 111 y siguientes de la Ley de Sociedades Anónimas a los pagarés de empresa", *La Ley*, 1985-I, pp. 1.147 a 1.152, especialmente pp. 1.153 y 1.154). Se entendía así que la expresión "valores mobiliarios" hacía referencia a aquellos títulos-valores emitidos en serie o en masa, representativos de una parte o fracción de un negocio jurídico y que otorgan a su poseedor los derechos y poderes que la Ley y el negocio de la emisión les reconocen (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores...", *cit.*, p. 91).

quedarse en la consideración de que, en la actualidad, los valores mobiliarios han dejado de ser una subespecie integradora de los títulos-valores, por encontrarse admitido de forma expresa que adopten la llamada representación tabular (*vid.* artículo 51 de la LSA)⁽⁴⁹⁾. Por el contrario, la absoluta identidad de la realidad acotada bajo las expresiones “valor mobiliario” y “valor negociable” implica sostener una evolución tal del significado del concepto “valores mobiliarios” que haga incluso “tambalearse” la tradicional distinción entre éstos y los efectos de comercio⁽⁵⁰⁾. La razón se encuentra en el hecho de que la propia Ley 24/1988 de forma expresa establece que en el concepto “valor negociable” podrán entenderse incluidos “*en determinados casos*” instrumentos, tradicionalmente encuadrados entre los efectos de comercio, tales como las letras de cambio o los pagarés (*vid.* n.º 2 de la Exposición de Motivos de la LMV). Parece obvio que los *casos* a los que se refiere la Ley son aquéllos en los que los mencionados instrumentos son emitidos para cumplir funciones propias del mercado de capitales. De ahí que la sinonimia de las expresiones “valores mobiliarios” y “valores negociables” sólo sea sostenible entendiendo que, en los supuestos en los que las letras de cambio y los pagarés cumplan funciones de financiación-inversión, como ocurre en el caso de los llamados pagarés de empresa y letras financieras, los referidos instrumentos dejan de ser efectos de comercio y pasan a ser valores mobiliarios.

Ciertamente, la cuestión de la naturaleza jurídica de los instrumentos destinados por su propia naturaleza a servir como medios de pago o de crédito, cuando, en lugar de cumplir dichas funciones, son emitidos con la finalidad de obtener financiación, y cumplen así funciones de inversión, más propias de los valores mobiliarios, es algo controvertido. No faltan entre la doctrina voces que han

(49) Ciertamente, el consenso doctrinal existente, en un principio, sobre la referida caracterización de los valores mobiliarios como “subespecie” de los títulos-valores (*vid. supra* nota anterior) entró en crisis a la vez que lo hicieron éstos, surgiendo así la cuestión de si el tradicional concepto de valor mobiliario no fue evolucionando de forma paralela al proceso de “desincorporación” del derecho al título, en el sentido de ir desgajándose de la representación cartular, hasta llegar a desvincularse por completo de ella. En efecto, ello quedó confirmado cuando, tras concluir el proceso de “desmaterialización” de los valores —con la promulgación, en 1988, de la LMV—, la LSA del 89, en su artículo 51 —inmodificado hasta nuestros días—, contempló la posibilidad de que las acciones se representasen, además de por títulos, mediante anotaciones en cuenta, calificándolas en ambos casos de valores mobiliarios. Sobre el proceso de “desincorporación” de los valores, por todos, *vid.* LÓPEZ SANTANA, N., *El contrato bancario de administración de valores*, Sevilla, 2002, pp. 21 y ss.

(50) En contra, entre otros, CACHÓN BLANCO, J.E., *op. cit.*, p. 817 y ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *op. cit.*, p. 132, utilizan como principal argumento para considerar que “valores mobiliarios” y “valores negociables” constituyen expresiones equivalentes la calificación como valores mobiliarios que expresamente realiza el artículo 51 de la LSA respecto de las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta.

mantenido que en estos supuestos los mencionados instrumentos comparten la naturaleza de los valores mobiliarios, dejando así de ser efectos de comercio⁽⁵¹⁾.

A primera vista, a dicha tesis se le puede objetar que descuida la existencia de uno de los criterios en los que tradicionalmente se ha basado la distinción entre los valores mobiliarios y los efectos de comercio: el de la forma de emisión, según el cual, mientras que los efectos de comercio se caracterizan por ser emitidos de forma aislada, los valores mobiliarios lo son, por el contrario, por ser emitidos en serie⁽⁵²⁾. Sin embargo, tampoco han faltado opiniones que han considerado que, en estos casos, en los que los instrumentos tradicionalmente encuadrados entre los efectos de comercio se emiten con la misma finalidad de obtener financiación que le es propia a los valores mobiliarios, dicha nota de emisión en serie también se cumple⁽⁵³⁾. Esto último sólo es sostenible entendiendo, a su vez, que el concepto “emisión en serie” ha sufrido igualmente una evolución, al dejarse de apoyar en el criterio formal de necesidad de absoluta igualdad entre todas las características —también económicas— de los valores, para hacerlo en el criterio sustancial de responder a una misma finalidad, resu-

(51) Sobre la consideración como valores mobiliarios de los pagarés de empresa, por todos, *vid.* ARROYO MARTÍNEZ, I., “El pagaré”, AA.VV., *Derecho cambiario. Estudios sobre la Ley Cambiaria y del Cheque* (dir. Aurelio Menéndez), Madrid, 1986, pp. 737 a 772, especialmente pp. 761 y 762; SACRISTÁN REPRESA, M., “Emisión y descuento de pagarés: pagarés de empresa”, AA.VV., *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero* (coord. Alberto Alonso Ureba, Rafael Bonardell Lenzano y Rafael García Villaverde), Madrid, 1990, pp. 299 a 349, especialmente pp. 330 a 332 y TAPIA HERMIDA, A. J., “Algunos problemas sobre emisión de pagarés de empresa, de obligaciones convertibles y de obligaciones subordinadas”, *RCDI*, n.º 618, 1993, pp. 1317 a 1.363, especialmente pp. 1.327 a 1.329.

(52) En este sentido, entre otros, destacan: OTERO LASTRES, J.M., *op. cit.*, pp. 1.155 a 1.157; BERCOVITZ, A., *op. cit.*, pp. 91 y 92 y PEINADO GRACIA, J. I., *El pagaré de empresa*, Madrid, 1995, pp. 149 y 150, que precisamente utilizan como uno de sus principales argumentos para negar la naturaleza de valores mobiliarios a los pagarés de empresa la consideración de que no cumplen con la característica de emisión en serie.

(53) Así, por ejemplo, podemos citar a ARROYO MARTÍNEZ, I., *op. cit.*, pp. 760 y 761, quien formula las siguientes cuestiones: ¿Es que la puesta en circulación simultánea de varios cientos de miles de “pagarés” no es una emisión en masa?; ¿se puede negar la evidencia de la pluralidad “real”, no “formal”, de los títulos?; ¿acaso no incorporan derechos iguales o análogos?; ¿con qué fundamento de autoridad se puede afirmar que los mil millones de pagarés, por ejemplo, con idéntico valor nominal e idéntico vencimiento, no son títulos iguales? En la misma línea, aun cuando en una postura más matizada, nos encontramos con autores que parecen admitir la existencia de supuestos en los que los pagarés de empresa son emitidos en serie (en este sentido, por todos, *vid.* BROSETA PONT, M./SOTILLO MATI, A./BERENGUER FUSTER, L., *Régimen jurídico del pagaré*, Madrid, 1986, p. 16 y CACHÓN BLANCO, J.E., *Estudio jurídico y bursátil de los valores negociables en Bolsa*, Madrid, 1990, p. 69).

mible en la obtención de financiación⁽⁵⁴⁾. Sin embargo, entender la evolución del significado de la emisión en serie en el sentido indicado no es tan sencillo. La igualdad en todas sus características definitoria de los valores emitidos en una misma serie no es caprichosa; se trata de una consecuencia inmediata del significado de dichos valores como partes alícuotas del capital social —acciones— o de un empréstito —obligaciones—⁽⁵⁵⁾. Ello, a su vez, da lugar a —lo que parece constituir la diferencia fundamental entre la emisión en serie y la emisión aislada— la circunstancia de que en cada uno de los valores integrantes de una misma serie no se contenga una declaración de voluntad individualizada del emisor, que, sin embargo, sí se da y es característica de la emisión aislada⁽⁵⁶⁾.

A tenor de lo indicado no parece sostenible considerar que instrumentos como los pagarés de empresa sean emitidos en serie. En ellos no existe identidad en los nominales, ni en las condiciones en las que se colocan en el mercado (interés y vencimiento)⁽⁵⁷⁾. Y es que cada pagaré de empresa, lejos de representar una cuota sobre un negocio único, fraccionado para facilitar la correspondiente suscripción, se erige sobre la base de un negocio individual inscrito en unas condiciones-marco que se ratifican en cada acto de emisión, sin posibilidad de derogación parcial del “programa”⁽⁵⁸⁾.

En cualquier caso, los defensores de la calificación como valores mobiliarios de los instrumentos tradicionalmente encuadrados entre los efectos de comercio en los supuestos en los que cumplen funciones de inversión-financiación lo hacían buscando un objetivo concreto que, con anterioridad a la promulgación de la Ley 24/1988, no se encontraba carente de cierta justificación: la posible aplicación a dichos instrumentos de la normativa reguladora de los valores mobiliarios, a efectos de la protección del inversor. Así, por ejemplo, en relación a los llamados pagarés de empresa, los autores que defendían su consi-

deración como valores mobiliarios lo hacían con la finalidad de fundamentar la aplicación de las normas contenidas en la LSA para las obligaciones, en lugar de las normas cambiarias, por entender que sólo así podría otorgarse al adquirente de los citados pagarés una adecuada protección⁽⁵⁹⁾. Ciertamente, no resulta desorbitado pensar que si el sujeto que adquiere, por ejemplo, pagarés de empresa busca con ello la misma finalidad que el obligacionista —invertir en un instrumento que le otorgue una rentabilidad fija—, merezca, cuando menos, la misma protección que el ordenamiento jurídico le brinda a este último⁽⁶⁰⁾. De ahí que podamos afirmar que la defensa de la consideración como valores mobiliarios de los pagarés de empresa, aun cuando suponía desvirtuar el significado de la emisión en serie, no dejaba de ser legítima⁽⁶¹⁾.

Sin embargo, tras la promulgación de la Ley 24/1988, la aludida justificación de las tesis expuestas deja de tener sentido. Ya no es necesario forzar una interpretación del significado de la emisión en serie para poder integrar a los valores mobiliarios y a los efectos de comercio, cuando cumplan funciones de inversión análogas, en una única categoría que permita el otorgamiento al inversor, de unos y otros instrumentos, de una misma protección: la brindada por la normativa reguladora del mercado de valores⁽⁶²⁾. Ello es así gracias a que la

(59) SACRISTÁN REPRESA, M., *op. cit.*, pp. 327, 328 y 330 a 332.

(60) En este sentido, por todos, *vid.* PAZ ARES, C., *La letra de favor*, Madrid, 1987, p. 105, nota 92.

(61) No obstante, en opinión de BERCOVITZ, A., *op. cit.*, p. 92, la desprotección en la que se encuentra el titular de instrumentos como los pagarés de empresa, al no serles de aplicación la normativa de las obligaciones, no justifica su calificación como valores mobiliarios, cuya naturaleza jurídica no comparten, sino que, en todo caso, hace posible plantear si no constituye un fraude de ley la emisión seriada de pagarés y letras, en lugar de obligaciones, cuando con ello lo que se busca es obtener financiación.

(62) De hecho, alguno de los autores que mantuvieron en su día la posible consideración de los efectos de comercio como valores mobiliarios, cuando abandonasen su función típica de instrumentos de pago y cambio para asumir la más avanzada de captación masiva del ahorro, en trabajos posteriores, apoyándose en la posibilidad de obtener una adecuada protección para el adquirente de los citados instrumentos por la vía del mercado de valores, han llegado a afirmar la pérdida de transcendencia de la consideración de los pagarés de empresa como funcionalmente más próximos a los valores mobiliarios. En este sentido, *vid.* SACRISTÁN REPRESA, M., “Emisión y descuento de pagarés: pagarés de empresa”, en AA.VV., *Derecho del mercado financiero. Entidades del mercado financiero (control público y crisis). Mercados y valores* (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas y Fuentes), I-2, Madrid, 1994, pp. 339 a 375, especialmente pp. 360 y 361 y, más recientemente, del mismo autor, “Pagarés de empresa”, en AA.VV., *Instituciones del Mercado Financiero* (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas), VII, *Mercado primario. Mercados secundarios*, Madrid, 1999, pp. 4.213 a 4.257, especialmente pp. 4.220 y ss., donde llega a atribuir expresamente a estos instrumentos la consideración de “valores negociables”.

(54) Ésta parece ser la opinión mantenida por SÁNCHEZ CALERO, F., “Comentario al artículo...”, *cit.*, p. 36, para quien, en consecuencia, la característica de agrupación en emisiones erigida por la Ley 24/1988 como definitoria, junto con la negociabilidad, de los valores negociables, no introdujo nada nuevo.

(55) En este sentido, entre otros, BERCOVITZ, A., *op. cit.*, p. 92, afirma que la emisión en serie para los valores mobiliarios viene impuesta legalmente, no ocurriendo así con la letra de cambio o el pagaré.

(56) Así, DÍAZ MORENO, A., afirma que “los valores emitidos en serie no contienen cada uno de ellos una específica y particularizada declaración de voluntad del emisor como sucede, sin embargo, con los títulos emitidos aisladamente; en otras palabras, tienen su origen en un acto único, en una única declaración de voluntad” (cfr. *op. cit.*, p. 361). En el mismo sentido, entre otros, *vid.* OTERO LASTRES, J.M., *op. cit.*, p. 1.148.

(57) Cfr. PEINADO GRACIA, J. I., *op. cit.*, p. 131.

(58) *Ibid.*, p. 136.

referida Ley 24/1988 sustituyó el concepto de emisión en serie por el más flexible de agrupación en emisiones, estableciendo, de forma expresa, que “se ha abandonado el concepto de valores emitidos ‘en serie’” porque “no hay razón para no considerar agrupados en una misma emisión (...) instrumentos que puedan ser bastante heterogéneos en alguna de sus características económicas (...) y que en ausencia de este planteamiento podrían escapar totalmente de las previsiones de la presente Ley”.

No obstante, hay que matizar que el concepto de emisión en serie ha sido sustituido por el de agrupación en emisiones a los solos efectos de la aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores. Éste es el significado con el que ha de interpretarse el abandono del que habla la LMV de “la emisión en serie”⁽⁶³⁾, y ello por dos razones: en primer lugar, porque la característica de agrupación en emisiones fue introducida por la Ley 24/1988 como una de las dos notas definitorias, junto con la negociabilidad, de la nueva categoría “valores negociables”, introducida igualmente por la referida norma con la finalidad de delimitar su ámbito objetivo de aplicación; y, en segundo, porque el concepto de emisión en serie actualmente subsiste y además en su significado tradicional que exige la plena igualdad de todas las características de los valores encuadrados en una misma serie, pues dicha forma de emisión ha de entenderse inherente a la propia configuración y naturaleza de ciertos instrumentos: los valores mobiliarios. Prueba de ello es el hecho de que, tras la promulgación de la LMV, normas como la LSA siguen imponiendo la emisión en serie, en el sentido tradicional antes aludido, respecto tanto de las acciones como de las obligaciones (*vid.* artículos 49, 288.1 y 291 de la LSA), a las que, por otra parte, califica de valores mobiliarios (*vid.* artículos 51 y 288.2)⁽⁶⁴⁾.

(63) *Vid. supra* apartado II.1.c).

(64) Así, estamos con SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, p. 634, en la consideración de que la razón práctica del abandono del concepto de emisión en serie no fue otra que la inclusión de los certificados de depósito, letras financieras y pagarés de empresa, que, a pesar de su importante utilización en los mercados, por no cumplir el requisito de la emisión en serie, podía pensarse que se encontraban excluidos del ámbito de aplicación de esta disciplina. De esta forma, afirma el citado autor, esta norma refleja la polémica doctrinal anterior a la promulgación de la Ley 24/1988, a la que hemos hecho referencia en este mismo apartado. En contra, entre otros, parece estar MADRID PARRA, A., “Consecuencias para la financiación inmobiliaria en las Leyes del Mercado de Valores y de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito”, *RDBB*, n.º 36, 1989, pp. 703 a 730, quien se puede deducir que basa su postura en la consideración como sinónimos de los conceptos emisión en serie y agrupación en emisiones, cuando afirma que “con el requisito de la agrupación en emisiones parece que se están dejando fuera a los efectos de comercio, que encuentran su regulación específica en la Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque. Por tanto, el ámbito de aplicación de la Ley 24/1988 no incluye todos los valores; al quedar fuera los efectos de comercio, se ha de referir su aplicación a un concepto más restringido, cual es el de valores mobiliarios” (*cfr.* p. 705).

Así, si el concepto de emisión en serie, tras la promulgación de la LMV, subsiste, y además sigue siendo definitorio de los valores mobiliarios, la dicotomía entre valores mobiliarios y efectos de comercio también subsistirá, aun cuando éstos —los efectos de comercio— cumplan funciones propias de aquéllos —los valores mobiliarios—, pues continúa indemne el otro criterio que, junto con el de la función económica, ha servido tradicionalmente para distinguirlos: el de la forma de emisión. Lo que sí ha cambiado, tras la promulgación de la LMV, es que ello ya no es obstáculo para poder integrar en una misma categoría a los valores mobiliarios y a los efectos de comercio, cuando cumplan funciones análogas, con el objeto de otorgar al titular de unos y otros una misma protección. Ahora bien, ni la categoría unificadora será la de los valores mobiliarios, ni la aludida protección la brindarán las normas reguladoras de estos últimos. Es como si la LMV se hubiera hecho eco de la necesidad de otorgarle una adecuada protección al adquirente de instrumentos tradicionalmente considerados como efectos de comercio cuando son emitidos con la finalidad de captar fondos reembolsables del público, dando a ello una solución que permite sostener que también en estos casos los citados instrumentos han de ser considerados efectos de comercio. Ello es así gracias a la introducción de la nueva categoría “valores negociables” como delimitadora del ámbito de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores, en la que es posible incluir, además de a los valores mobiliarios, a los efectos de comercio cuando cumplen funciones de financiación-inversión, por encontrarse definida, junto con la nota de negociabilidad, por una forma de emisión mucho más flexible que la emisión en serie: la agrupación en emisiones, que únicamente requiere que los valores persigan una unidad de propósito y que sean homogéneos en sus características esenciales⁽⁶⁵⁾. Así, si los efectos de comercio, cuando son emitidos con la finalidad de obtener financiación, pueden encuadrarse entre los valores negociables, a ellos les serán de aplicación las normas reguladoras del mercado de valores. Con ello, a su vez, el adquirente de los referidos instrumentos se verá adecuadamente protegido por los mecanismos establecidos en la indicada normativa, que, más que en el control de la entidad emisora, fundamentalmente se basan en el suministro al inversor de una información suficiente como para posibilitarle la elección consciente de los instrumentos en los que desea instrumentalizar su inversión⁽⁶⁶⁾.

(65) Al respecto *vid. supra* apartado II.1.c).

(66) En este sentido, compartimos la opinión de FARRANDO MIGUEL, I., *op. cit.*, p. 1.217, acerca de la consideración de los valores negociables como una “supracategoría”, superadora de la dicotomía tradicional entre los efectos de comercio y los valores mobiliarios, que permite ordenar en España la llamada “cultura de la transparencia”.

- C) Las diferencias entre los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable” en lo referente a su conexión respecto de una determinada forma de representación

Una vez fundamentada la posibilidad de que se encuadren en la categoría de valores negociables instrumentos que merecen la consideración de efectos de comercio y no de valores mobiliarios, parece claro que las nociones “valores mobiliarios” y “valores negociables” no son sinónimas. Sin embargo, no es ésta la única circunstancia que avala la referida conclusión. Otra razón que puede servir para corroborar que las expresiones “valores mobiliarios” y “valores negociables” no aluden a una misma realidad es la vinculación respecto de una determinada forma de representación, que parece inherente al concepto de valor mobiliario y, en el sentido que a continuación veremos, no al de valor negociable.

El hecho de que, actualmente, se encuentre reconocido de forma expresa la posibilidad de que los valores mobiliarios se puedan representar, además de por títulos, mediante anotaciones en cuenta (*vid.* artículo 51 de la LSA), no significa que la noción “valores mobiliarios” se haya desvinculado de la adopción de una concreta forma de representación. En este sentido, RECALDE CASTELLS considera que el concepto “valor mobiliario” se encuentra indisolublemente unido a la adopción de una determinada fórmula de instrumentalización —que ya no se agota en la representación “cartular”, sino que abarca también la “tabular”—, porque le es inherente la circunstancia de que su transmisión no se vea sometida a las normas tradicionales sobre cesión de créditos y demás derechos incorporales⁽⁶⁷⁾. Prueba de ello es que mientras el sometimiento de la transmisión de los derechos a dichas normas sólo podía superarse mediante su incorporación a un soporte físico, a un título, los valores mobiliarios sólo podían adoptar la llamada representación cartular; constituían así una de las dos “subespecies” en las que, junto con los efectos de comercio, se dividían los títulos-valores. De la misma manera, cuando aparecieron las anotaciones en cuenta como nuevo medio de representación de los derechos, se reconoció la posibilidad de que los valores mobiliarios pudieran también adoptar esta última forma de representación, porque permite, igualmente, su transmisión por un régimen superador en seguridad y agilidad al de la cesión de créditos y demás derechos incorporales. De ahí que se pueda afirmar que mientras el título no se emita o la anotación no se realice, el derecho en cuestión o, en su caso, la posición jurídica no se integrarán en la categoría de los valores mobiliarios⁽⁶⁸⁾, pero, ¿merecerán la calificación de valores negociables?

(67) RECALDE CASTELLS, A., “Los valores...”, *cit.*, pp. 271 y ss.

(68) Esta interpretación casa además con el tenor literal del tan citado artículo 51 de la LSA, cuando, tras reconocer de forma expresa que las acciones podrán representarse mediante títulos y mediante anotaciones en cuenta, establece que “*en uno y otro caso tendrán la consideración de valores mobiliarios*”.

Para contestar al interrogante planteado no puede olvidarse que la finalidad con la que fue introducida la categoría “valores negociables” consistió fundamentalmente en delimitar el ámbito objetivo de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores. Así, la cuestión puede centrarse en determinar si existen algunas normas integradas en el conjunto de la normativa del mercado de valores cuya aplicación no dependa de que el título representativo del valor en cuestión haya sido ya impreso y entregado, o de que se haya realizado ya el apunte en el correspondiente registro informático. De esta forma, si la respuesta es afirmativa tendrá que admitirse la disociación de la noción “valor negociable” respecto de “una determinada fórmula de instrumentación jurídica”, que, por otra parte, es incluso proclamada, de forma expresa, desde la propia Exposición de Motivos de la Ley 24/1988.

Esto es precisamente lo que ocurre con la normativa reguladora del mercado primario⁽⁶⁹⁾. Si, como sabemos, dicha normativa se encarga de establecer los requisitos de publicidad que habrán de observarse en la emisión de los valores negociables, es decir, en el momento de su nacimiento, no será desorbitado pensar que puedan existir valores, como por ejemplo acciones, que en el momento de su ofrecimiento al público para su suscripción aún no se haya hecho efectiva su representación por títulos o por anotaciones en cuenta⁽⁷⁰⁾.

Mayores problemas suscita la resolución de la cuestión planteada en el contexto del mercado secundario⁽⁷¹⁾. Ciertamente, la nota de negociabilidad, al menos a primera vista, puede parecer un obstáculo para entender que en el contexto del mercado secundario la noción “valor negociable” también se encuentra desvinculada respecto de una concreta forma de representación jurídica. Ahora bien, no puede perderse de vista, por una parte, que la referida nota de negociabilidad es definitoria de los valores negociables en todo caso —es decir, con independencia del contexto, mercado primario o secundario, en el que en

(69) En este sentido, por todos, *vid.* RECALDE CASTELLS, A., “Los valores...”, *cit.*, pp. 274, 275 y 281.

(70) Entendemos que esto es a lo que se refiere el profesor Recalde Castells cuando habla de las “acciones no endosables”, *ibidem*. En idénticos términos se pronuncia GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, p. 232.

(71) Así lo afirma RECALDE CASTELLS, A., “Los valores...”, *cit.*, p. 275, que, finalmente, al entender que en el mercado secundario la tutela del inversor —además de en la información o en la represión de determinadas conductas— se basa también en la fácil liquidación de la inversión, se inclina por considerar que en el mencionado ámbito del mercado secundario, el concepto de valor negociable sí exige que a la transmisión de los valores se le aplique un régimen más ágil y particularmente protector de los adquirentes de buena fe, como es —en contraposición al del Derecho común— el que ofrecen tanto la normativa sobre títulos-valores, como la de las anotaciones en cuenta.

un momento determinado los valores se encuadren—, así como, por otra, la amplitud con la que la hemos delimitado⁽⁷²⁾. Según ha quedado expuesto, la negociabilidad se define en términos de mera potencialidad. Ciertamente está relacionada con la aptitud de los valores para ser objeto de intercambio ágil y masivo, pero si ello no impide considerar valores negociables a las acciones con limitaciones a su libre transmisibilidad⁽⁷³⁾, tampoco lo impedirá respecto de las acciones cuya representación aún no se haya hecho efectiva. La clave puede encontrarse en que el destino del derecho sea adoptar una forma de instrumentación que le permita su transmisión ágil y segura, siendo irrelevante el hecho de que todavía no haya dado tiempo a que dicha instrumentación se haya realizado. De esta forma, las acciones, y también las obligaciones, en todo momento de su existencia merecerán la calificación de valores negociables. Aunque hasta que no se haga efectiva su representación por títulos o por anotaciones en cuenta su transmisión, al menos de forma clara en el caso de las acciones al portador, tenga que regirse por las normas tradicionales sobre cesión de créditos (*vid.* artículo 56 de la LSA)⁽⁷⁴⁾, ello no deja de ser una situación transitoria, abocada a desaparecer, que no hace más que corroborar la afirmación legal según la cual “*la negociabilidad es algo más amplio que la mera transmisibilidad, propia de prácticamente todos los derechos*” (cfr. n.º 2 de la Exposición de Motivos de la LMV).

En cualquier caso, si se defiende la existencia de un concepto único de valor negociable, con independencia de que los instrumentos en él encuadrados puedan ser distintos en cada uno de los sectores o ámbitos del mercado de valores, el hecho de que claramente para la aplicación de las normas del mercado primario sea por completo irrelevante que aún no se hayan impreso y entregado los títulos, o realizado las anotaciones contables es suficiente para poder afirmar que la noción “valores negociables”, a diferencia de lo que sucede con

(72) *Vid. supra* apartado II.1.B.

(73) *Ibidem.*

(74) En efecto, el párrafo primero del artículo 56 de la LSA comienza estableciendo de forma expresa que “*mientras no se hayan impreso y entregado los títulos, la transmisión de acciones procederá de acuerdo con las normas sobre la cesión de créditos y demás derechos incorporales*”. No obstante, los términos que el citado precepto utiliza a continuación, disponiendo que “*tratándose de acciones nominativas, los administradores, una vez que resulte acreditada la transmisión, la inscribirán de inmediato en el libro registro de acciones nominativas*”, ha llevado a cuestionarse si sólo las acciones destinadas a representarse mediante títulos al portador serán transmitidas conforme a las normas de la cesión de créditos en tanto no se haya hecho efectiva su representación. Al respecto, entre otros, *vid.* PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., *op. cit.*, pp. 252 a 259, quien finalmente se inclina por entender que las normas sobre la cesión de créditos y demás derechos incorporales serán aplicables a todas las acciones mientras no se hayan impreso y entregado los títulos a los que habrán de incorporarse.

la de valores mobiliarios, se encuentra desconectada de la adopción de una determinada fórmula de representación⁽⁷⁵⁾.

D) La conexión entre los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable”. Inexistencia de valores mobiliarios no negociables

Tras argumentar que las expresiones “valor mobiliario” y “valor negociable” aluden a categorías distintas, resta concretar si, indefectiblemente, de ello se deriva la existencia de realidades encuadrables exclusivamente en cada una de ellas⁽⁷⁶⁾.

En los dos epígrafes precedentes ha quedado de manifiesto la existencia de ciertos “instrumentos” que, sin merecer la calificación de valores mobiliarios, resultan, sin embargo, subsumibles en la categoría de valores negociables (en concreto, los efectos de comercio cuando son emitidos para captar el ahorro del público en general y cumplen por ello funciones de inversión/financiación, así como las acciones y las obligaciones cuando aún no se ha hecho efectiva su representación por títulos o por anotaciones en cuenta); ahora bien, ¿es posible encontrar valores mobiliarios que no sean a su vez valores negociables? Las voces que responden afirmativamente a esta cuestión, únicamente citan como ejemplo de valores mobiliarios que no merecen el calificativo de negociables a las acciones que tienen restringida su libre transmisibilidad⁽⁷⁷⁾. Al respecto, en el estudio del significado de una de las características erigidas por la Ley 24/1988 en definitorias de los valores negociables, concretamente la de negociabilidad, ya quedó ampliamente fundamentada la posible consideración como valores negociables de las acciones cuya circulación se encuentra de alguna forma restringida. Entiéndase ahora reproducidas las argumentaciones allí aducidas⁽⁷⁸⁾.

Ha de entenderse así que, no siendo sinónimos, los conceptos “valor mobiliario” y “valor negociable” se encuentran en cierto modo conectados, pues aunque no todos los valores negociables son valores mobiliarios, por el contrario, todos los valores mobiliarios sí son, a su vez, negociables.

(75) Estamos así con GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, p. 232, cuando afirma que “no es adecuado calificar a un derecho por su forma de representación, que sí sirve para su inclusión en la categoría de valor mobiliario” (cfr. nota 503).

(76) Así lo entienden, entre otros, DOMÍNGUEZ GARCÍA, M. A., *op. cit.*, p. 1644; FARRANDO MIGUEL, I., *op. cit.*, p. 1.213 y SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 631 a 634 y 638 y 639.

(77) *Vid.* los autores citados *supra* en el epígrafe II.1.B.

(78) *Ibidem.*

3. Consideraciones finales. Definición de valores negociables

Tras el estudio realizado es posible afirmar que la expresión "valor negociable" alude a una nueva categoría inexistente hasta el momento en el que se introdujo, que, por tanto, no se identifica plenamente con ninguna de las hasta entonces conocidas.

El referido concepto de valor negociable fue introducido, por la Ley 24/1988, con la finalidad de dotar a la inversión mobiliaria de una completa regulación adecuada a las necesidades del momento. Con la promulgación de la citada norma se pretendió realizar una reforma global en el mercado de valores español⁽⁷⁹⁾, cuya necesidad se hacía cada vez más patente, debido a que los cambios experimentados en las circunstancias del momento desembocaron en una inadecuación entre la realidad y las normas vigentes que la intentaban regular que, en última instancia, se tradujo en una incapacidad para atender las necesidades demandadas⁽⁸⁰⁾.

Entre los referidos cambios, que contribuyeron a la conveniencia de reformar el mercado de valores español, pueden citarse: la implantación de los medios electrónicos de comunicación, que permitieron el rápido movimiento de capitales entre un país y otro; la necesidad de buscar nuevas vías de canalización del ahorro y la existencia de un escenario internacional, en el que las distintas vicisitudes del momento dieron lugar a bruscos y continuos movimientos en los tipos de cambio⁽⁸¹⁾. Junto a estos antecedentes, se produjeron igualmente una serie de circunstancias que, unidas a ellos, hicieron que la reforma de

(79) Al respecto, por todos, *vid.* BERCOVITZ, A., *op. cit.*, FORNIES BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *RGD*, n.º 536, 1989, pp. 2.661 a 2.674; URÍA ME- RUENDANO, R., "Análisis de la Ley de Reforma del Mercado de Valores", *PEE, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, n.º 25, 1989, pp. 51 a 55; GARCÍA LOMBARDÍA, J.M., "La reforma del mercado de valores", *PEE, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, n.º 25, 1989, pp. 56 a 63; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "A modo de prontuario sobre una reforma polémica: La Ley 24/1988 del Mercado de Valores", *RDM*, n.º 192, 1989, pp. 261 a 279 y, del mismo autor, "La reforma del mercado...", *cit.*; GARCÍA HERMOSO, J.M. y UBIRÍA ZUBIZARRETA, S., "Reforma y transformación del mercado de valores", *PEE*, n.º 44, 1990, pp. 134 a 150; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "La reforma del mercado de valores", *PEE*, n.º 44, 1990, pp. 151 a 163; PÉREZ ESCOLAR, R., "El derecho bancario en el siglo XXI (derecho y tecnología)", *La Ley*, 1991-I, pp. 987 a 1.016, especialmente, pp. 1.004 a 1.014, y TAPIA HERMIDA, A.J. y SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., "La adaptación del Derecho español del mercado de valores al Derecho comunitario", *RDBB*, n.º 44, 1991, pp. 967 a 1.007.

(80) La regulación del mercado de valores con anterioridad a la promulgación de la Ley 24/1988 se contenía en algunos preceptos del C. de C. y en el Reglamento 1506/1967, de 30 de junio, de Bolsas Oficiales de Comercio (BOE n.º 168, de 15 de julio de 1967).

(81) GARCÍA HERMOSO, J.M. y UBIRÍA ZUBIZARRETA, S., *op. cit.*, p. 135.

las normas que en ese momento regulaban nuestro mercado de valores fuese algo, no ya sólo conveniente, sino necesario e incluso urgente. Entre estas circunstancias pueden señalarse, por ejemplo, la aparición en 1978, por primera vez, de emisiones de Deuda Pública en régimen de Mercado, que atrajeron a los bancos extranjeros y a los *broker*, y la supresión de los coeficientes obligatorios de inversión en las cajas de ahorros existentes hasta el momento⁽⁸²⁾.

Este panorama demandaba una expansión de los mercados financieros, al mismo tiempo que daba lugar a una multiplicación de las transacciones realizadas en el seno de los mismos que requerían, a su vez, la articulación de mecanismos que los dotasen de una mayor agilidad. Resultaba fácil además eludir la aplicación de las escasas normas reguladoras de los tradicionales instrumentos de inversión, creándose con ello una inseguridad jurídica que, sobre todo, dejaba desprotegidos a los inversores y ponía con ello en peligro la natural evolución del incipiente desarrollo de la inversión mobiliaria. Para cubrir todas estas necesidades, tras varios esfuerzos, fue promulgada la Ley 24/1988, del Mercado de Valores. Ahora bien, tan importante como ofrecer una completa y adecuada regulación del mercado de valores era que la misma abarcase todos y cada uno de los instrumentos que venían siendo utilizados en el tráfico jurídico para atraer la inversión mobiliaria del público ahorrador. Con este fin, la citada Ley introdujo el concepto "valor negociable", señalando que, tanto la "negociabilidad", como la "agrupación en emisiones", debían entenderse como notas definitorias del mismo. En concreto, fue la nota de agrupación en emisiones la que permitió crear un concepto capaz de englobar a las prácticas e instrumentos surgidos hasta el momento que, aun persiguiendo idénticas finalidades de financiación-inversión que algunos de los tradicionales valores mobiliarios (como las obligaciones), al no ser emitidos en serie, lograban escapar de la normativa reguladora de los valores a los que imitaban⁽⁸³⁾. Puede afirmarse así que es la referida característica de agrupación en emisiones la que dota de autonomía a los valores negociables respecto de los tradicionales valores mobiliarios, erigiéndolos, con ello, en una nueva categoría.

Únicamente, resta ya dar una definición del concepto "valor negociable". Al respecto, en función de las conclusiones vertidas en lo referente al significa-

(82) ALONSO UREBA, A., "Organización del mercado de valores. Mercado primario y secundario", en AA.VV., *Derecho del Mercado Financiero. Entidades del Mercado Financiero (control público y crisis)*, Mercados y Valores (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas y Fuentes), I-2, Madrid 1994, pp. 311 a 335, especialmente pp. 314 y 316.

(83) *Vid. supra* apartado II.2.B.

do de la negociabilidad y la agrupación en emisiones, es posible afirmar que bajo la referida expresión “valores negociables” han de entenderse incluidos *“aquellos derechos o posiciones jurídicas de contenido patrimonial que, por su configuración jurídica propia, por provenir de un mismo emisor y por perseguir un único propósito de financiación-inversión, están naturalmente dotados para ser objeto de tráfico generalizado, siendo por ello susceptibles de ser admitidos a cotización en un mercado secundario de valores”*. En suma, en atención a los pronunciamientos realizados al respecto desde la Ley 24/1988, es posible defender la existencia de un concepto unitario de valor negociable, válido para todos los ámbitos del mercado de valores, rechazando, en consecuencia, la consideración de que dicho concepto tendrá un significado u otro en función del ámbito del mercado mobiliario al que, en cada caso, se refiera.

III. APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE INSTRUMENTO FINANCIERO

1. Fundamentos de la introducción del concepto “instrumento financiero”

A) La crisis del concepto “valor negociable”.

La necesidad de someter los futuros y opciones a la LMV

El concepto expuesto de valor negociable únicamente resulta sostenible tras la introducción del de instrumento financiero con la misma finalidad delimitadora del ámbito objetivo de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores.

El vertiginoso desarrollo del mercado de valores producido, en gran parte, gracias a su regulación unitaria y completa a partir de la promulgación de la Ley 24/1988, dio lugar al surgimiento de nuevas figuras, como los futuros y opciones, que difícilmente podían encajar en el concepto de valor negociable, al menos tal y como era delimitado desde la Ley. Precisamente, la forma de emisión establecida como característica de dichos valores, aunque ampliada a la agrupación en emisiones, volvía a erigirse en el principal impedimento para ello. La capacidad delimitadora del ámbito objetivo de los mercados de valores, a los efectos de la aplicabilidad de su normativa reguladora, con la que el concepto “valor negociable” fue introducido por la Ley 24/1988, pronto quedó

así en entredicho. Ciertamente, los futuros y opciones no tienen emisor⁽⁸⁴⁾, por lo que —contradictoriamente con la finalidad pretendida por el legislador— dichos instrumentos, pese a ser el objeto de negociación de los mercados de derivados, en puridad, podían considerarse fuera del ámbito objetivo de la LMV. De esta forma, la ampliación de la “emisión en serie” a la “agrupación en emisiones”, como forma de crear los valores capaz de dotarlos de “fungibilidad” y con ello de “negociabilidad”, pronto manifestó sus limitaciones.

Con ello, para que los valores negociables pudieran seguir cumpliendo con su principal función delimitadora del ámbito objetivo de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores, la vocación definitoria de dicha categoría con la que la característica de agrupación en emisiones, junto con la de negociabilidad, fue introducida, debía perder relevancia y pasar a un segundo plano. De ahí la confusión existente en la delimitación de los conceptos “valor negociable” y “valor mobiliario”. Tal y como ha sido puesto de manifiesto, fue la característica de agrupación en emisiones la que permitió dotar a los valores negociables de autonomía respecto de los tradicionales valores mobiliarios, de forma que si pronto dicha nota debía perder fuerza en la caracterización de los valores negociables, no es de extrañar que importantes voces doctrinales señalaran que con la dicotomía “valor negociable”/“valor mobiliario” se había introducido una duplicidad terminológica, que sólo servía para añadir complejidad y confusión en un terreno, como el jurídico, y en concreto el financiero, que, ante todo, debe encontrarse presidido por la precisión y claridad⁽⁸⁵⁾.

(84) Esto es destacado, entre otros, por IGLESIAS PRADA, J. L., “El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico”, AA.VV., *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros* (dir. Emilio Díaz Ruiz y Pablo Larraga), Madrid, 1995, especialmente p. 236; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *op. cit.*, p. 592 y CAPELLA PIFARRRE, N., “Contratos de futuros y opciones”, AA.VV., *Instituciones del mercado financiero* (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez Simancas), VIII, *Contratos sobre valores negociados. Liquidación y compensación bursátil*, Madrid, 1999, pp. 5.177 a 5.212, especialmente pp. 5.188 y 5.189. En general, sobre los futuros y opciones, por todos, *vid.* VALERO LÓPEZ, F. J., *Opciones en instrumentos financieros*, Barcelona, 1988; MARTÍN MARTÍN, J. L., “La cobertura de riesgos de tipos de interés mediante el mercado de futuros”, *Actualidad Financiera*, 1989, pp. 859 a 871; FREIXAS, X., *Futuros financieros*, Madrid, 1990; MARTÍNEZ ABASCAL, E., *Futuros y opciones en la gestión de carteras*, Madrid, 1993; AYELA PASTOR, R. M.^a, *Futuros financieros: características, valoración y evidencia empírica*, Alicante, 1997; MASCAREYAS, J., *Futuros y opciones financieros*, Madrid, 1998, y VALPUESTA GASTAMINZA, E. M.^a, “Los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones”, *RDBB*, n.º 76, 1999, pp. 39 a 63.

(85) En este sentido, por todos, SÁNCHEZ CALERO, F., “Comentario al artículo...”, *cit.*, pp. 36 y 37.

En efecto, la introducción del concepto “valor negociable” encontraba como única justificación su aptitud omnicomprendensiva de todos los instrumentos utilizados en la práctica con la finalidad de financiación/inversión a la que tradicionalmente habían servido los valores mobiliarios. Si pronto quedaba de manifiesto la incapacidad de los valores negociables para servir a la finalidad descrita, menor confusión se hubiera suscitado manteniendo como concepto único, capaz de evolucionar conforme lo requieran las circunstancias, al de valor mobiliario.

Aun cuando no tardó en dictarse el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados de futuros y opciones⁽⁸⁶⁾, para que dichos instrumentos no quedasen al margen de la “legalidad”, la defensa de un concepto de valor negociable, como el expuesto, capaz de dotarlo de autonomía respecto de los valores mobiliarios, sosteniendo el alcance definitorio del mismo de la característica de agrupación en emisiones, seguía encontrando un obstáculo que parecía insalvable: la regulación de las anotaciones en cuenta contenida en los artículos 5 a 12 de la LMV. Conforme a la finalidad delimitadora del ámbito de aplicación de la LMV con la que se introdujo el concepto “valor negociable”, todo instrumento representado mediante anotaciones en cuenta debía compartir dicha naturaleza, por cuanto que, entonces, indefectiblemente debía someterse a la LMV, que era donde se contenía, y se contiene, el régimen general aplicable a esta forma de representación⁽⁸⁷⁾. No obstante, ello indefectiblemente debía llevar a catalogar a los futuros y opciones como valores negociables (pues, desde sus inicios, estos contratos se representan mediante anotaciones en cuenta —*vid.* artículo 1.5 del Real Decreto 1814/1991—), con la consiguiente difuminación de la característica de agrupación en emisiones y la indefectible confusión de los valores negociables con los valores mobiliarios que ello traía consigo.

Ciertamente, sobre la base de entender que la regulación de las anotaciones en cuenta, contenida en los artículos 5 a 12 de la LMV, constituye una reglamentación de derecho mercantil general, que atiende a la ley de circulación y al régimen de ejercicio de derechos de crédito y de participación social, no faltaron voces que sostuvieron que no todos los instrumentos representados mediante anotaciones en cuenta participaban de la naturaleza de los valores negocia-

bles⁽⁸⁸⁾, pero dicha consideración claramente chocaba con la finalidad omnicomprendensiva del ámbito objetivo de aplicación de la LMV que dicha norma atribuyó al concepto “valor negociable” y que constituía además la única justificación de su introducción.

Así las cosas, no faltaron voces entre la doctrina que, realizando un esfuerzo interpretativo, propugnaron que la característica de agrupación en emisiones debía considerarse como sinónima de “homogeneidad” (que sí resulta predicable respecto de los futuros y opciones al tener *estandarizadas* o *normalizadas* sus condiciones —*vid.* artículo 1.2 del Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones—), haciendo la precisión de que, sin embargo, para los valores incluidos en el Real Decreto 291/1992 —todos, menos los futuros y opciones— se hacía igualmente necesario la existencia de un único emisor⁽⁸⁹⁾. Conello, tampoco es de extrañar que otros sostuvieran la imposibilidad de llegar a un concepto unitario de valor negociable válido para todo el mercado de valores, propugnando que su concreción debía resultar diferente en función del contexto concreto del mercado mobiliario cuya delimitación objetiva se pretendiese⁽⁹⁰⁾. De esta forma, la característica de agrupación en emisiones, tal y como era delimitada desde el Real Decreto 291/1992, sólo debía entenderse predicable respecto del concepto de valor negociable en el contexto del mercado primario, en el que no es posible englobar a los futuros y opciones, por no resultar objeto de emisión.

En la actualidad, tras la introducción del concepto “instrumento financiero” como delimitador, junto con el de valor negociable, del ámbito objetivo de aplicación de la LMV, ya no es necesario forzar una interpretación de la nota de agrupación en emisiones para que instrumentos como los futuros y opciones deban considerarse incluidos [*vid.* artículo 2.2.b) de la LMV]⁽⁹¹⁾. Puede entenderse así que uno de los principales objetivos perseguidos por la reforma operada en este punto fue precisamente el incluir a los futuros y opciones en el

(86) BOE n.º 310, de 27 de diciembre de 1991; corrección de errores en BOE n.º 24, de 28 de enero de 1992.

(87) En este sentido, por todos, *vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *op. cit.*, p. 1.218; DÍAZ MORENO, A., *op. cit.*, p. 362; DOMINGO GONZÁLEZ, V., *op. cit.*, p. 20 y MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEYAS, A., *op. cit.*, pp. 140 a 142.

(88) En esta línea, entre otros, *vid.* ESPINA, D., *op. cit.*, p. 217; SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 637 y 638 y GONZÁLEZ CASTILLA, F., *op. cit.*, p. 233.

(89) En este sentido, por todos, *cfr.* SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, pp. 636 y 637.

(90) *Vid.* los autores citados en la nota 7.

(91) Así lo indican incluso las opiniones doctrinales que en aras de una interpretación acorde con las intenciones del legislador del 88 habían propugnado una interpretación en este sentido (por todos, *vid.* KIRCHNER, P. y SALINAS ADELANTADO, C., *op. cit.*, p. 60).

ámbito de aplicación de la LMV⁽⁹²⁾, contribuyendo con ello, a su vez, a perfilar el de valor negociable, que, de esta forma, ya no existe inconveniente en entender que constituye un concepto unitario y autónomo al de valor mobiliario, en los términos ya expuestos⁽⁹³⁾.

B) La transposición de la Directiva sobre Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables (DSI)

Aun cuando, por las razones esgrimidas, parece claro que la inclusión expresa de los futuros y opciones en el ámbito de aplicación de la LMV ha constituido uno de los principales motores de la reforma operada por la Ley 37/1998 en este punto, no parece constituir el único objetivo de la referida novedad. El mismo resultado se podía haber obtenido, sin necesidad de incluir el concepto de instrumento financiero, con el solo hecho de modificar las exigencias requeridas por la característica de agrupación en emisiones, propia de los valores negociables, en el sentido que ya había sido indicado por la doctrina⁽⁹⁴⁾. Sin duda, la opción escogida por el legislador español, de ampliar el ámbito objetivo de la normativa reguladora del mercado de valores, introduciendo, junto con el ya existente de valor negociable, el nuevo concepto de instrumento financiero, ha contribuido a perfilar los contornos delimitadores de los valores negociables, zanjando con ello cualquier duda sobre su caracterización como categoría autónoma y unitaria⁽⁹⁵⁾; pero si se tratara sólo de incluir expresamente a los futuros y opciones, ¿por qué la señalada reforma se ha producido cerca de diez años después desde que surgiera la controversia?

No se puede perder de vista que la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, fue promulgada con la principal finalidad de adaptar nuestra legislación sobre el mercado de valores a la normativa comunitaria existente en dicha materia,

(92) *Ibid.*, p. 59.

(93) Sobre la relación entre ambos conceptos de valor negociable y valor mobiliario *vid. supra* apartado II.2.

(94) *Vid. supra* apartado anterior. En esta línea, KIRCHNER, P. y SALINAS, C., *op. ult. cit.*, p. 60, afirman que, desde un punto de vista teórico, hubiera sido preferible ampliar el concepto de valor negociable, señalando la negociabilidad como su verdadera característica esencial.

(95) *Vid. supra* apartado anterior.

encabezada por la DSI⁽⁹⁶⁾, la cual, concretamente en la Sección B de su anexo, bajo la denominación genérica de “instrumentos”, junto con los valores negociables, incluyó una lista de figuras y prácticas que igualmente debían quedar sometidas a la normativa reguladora del mercado de valores (*vid.* Sección B del Anexo de la DSI). Así, la introducción del concepto “instrumento financiero” ha de entenderse también consecuencia de la transposición a nuestro ordenamiento de la DSI⁽⁹⁷⁾. De hecho, aun cuando sin realizar una transposición literal en este punto⁽⁹⁸⁾, todas y cada una de las figuras relacionadas por la citada norma comunitaria pueden considerarse incluidas en los distintos contratos y prácticas a los que el vigente artículo 2.2 de la LMV hace referencia. Algunas de ellas, además, no reúnen si quiera la característica de negociabilidad⁽⁹⁹⁾, por

(96) Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DO L 141 de 11 de junio de 1993). En general, sobre la adaptación de nuestro Ordenamiento a la DSI, *vid.* por todos TAPIA HERMIDA, A. J., “La propuesta de Directiva del Consejo relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables”, *RDBB*, n.º 33, 1989, pp. 210 a 214; CALVO DÍAZ, G., “Normativa comunitaria en materia bursátil”, *NOT/CEE*, n.º 82, 1991, pp. 70 a 85; ABELLA SANTAMARÍA, J., “La Directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables y la Ley del Mercado de Valores”, *RDBB*, n.º 53, 1994, pp. 55 a 87 y *La ordenación...*, *cit.*, pp. 183 y ss.; BLANCO ÁLVAREZ, C., “Directiva 93/22/CEE de 10 de mayo relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables”, *Actualidad del Mercado Financiero*, n.º 2, 1994, pp. 1 a 10; VICENT CHULIÁ, E., “Breve memoria explicativa del borrador del Proyecto de Reforma de la Ley del Mercado de Valores”, *RGD*, n.º 603, 1994, pp. 13.073 a 13.081; *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 49, 1995, *passim*; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “Adaptación de la Ley del mercado de Valores a la Directiva de servicios de inversión”, *Derecho de los Negocios*, n.º 56, 1995, pp. 1 a 7; *Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 4, 1996, *passim* y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Razones y problemas de la reforma proyectada de la Ley del Mercado de Valores”, *RDBB*, n.º 62, 1996, pp. 357 a 373.

(97) En el mismo sentido, por todos, *vid.* KIRCHNER, P. y SALINAS, C., *op. cit.*, p. 59.

(98) *Vid. infra* en el texto de este mismo apartado.

(99) Es el caso de los fra y los swaps, que no son negociables en términos de mercado. En este sentido, por todos, *vid.* KIRCHNER, P./SALINAS, C., *op. cit.*, p. 61; VALENZUELA GARACH, F., “Contratos bancarios de gestión (II)”, en AA.VV., *Derecho mercantil* (dir. Guillermo J. Jiménez Sánchez), II, Barcelona 2000, pp. 516 a 539, especialmente p. 531 y ss., y ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del mercado...*, *cit.*, p. 594. En general, sobre estos instrumentos, entre otros, *vid.* Instituto de Empresa, *Las operaciones “swap” como instrumento para mejorar la financiación de la empresa*, Madrid, 1985; DÍEZ DE CASTRO, L. y MASCAREYAS, J., “Contratos sobre tipos de interés futuros (F.R.A.) y contratos sobre tipos de cambio futuros (F.X.A.)”, *Actualidad Financiera*, 1989, pp. 1.793 a 1.811; FREIXAS, X., *Riesgo de interés y riesgo de crédito en el contrato “swap”*, Barcelona, 1989; CEA GARCÍA, J. L., *Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y análisis contable*, Madrid, 1990; COSTA RAN, LL., “El contrato de permuta financiera (swap agreement)”, *RJC*,

lo que para entenderlas sometidas a la normativa reguladora del mercado de valores no hubiera resultado suficiente con la ampliación, o desaparición, de la característica de la agrupación en emisiones como definitoria de los valores negociables.

Sin embargo, aun cuando no exista duda de que la transposición de la DSI a nuestro ordenamiento se encuentra igualmente en la base de la inclusión del concepto “instrumento financiero” como delimitador, junto con el de valor negociable, del ámbito objetivo de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores, es necesario destacar la existencia de sensibles diferencias, en lo que se refiere a esta cuestión, entre la legislación mobiliaria española y lo establecido al respecto en la normativa comunitaria. Los conceptos “valor negociable” e “instrumento” que se deducen de lo establecido en la DSI no coinciden con los que se infieren de lo dispuesto en la normativa española. A diferencia de lo establecido en la LMV, de la que se deriva que “instrumentos financieros” y “valores negociables” constituyen dos categorías distintas, cuyo único punto de conexión se encuentra en servir para delimitar el ámbito de aplicación de la normativa reguladora del mercado de valores desde el punto de vista objetivo, la DSI engloba a los valores negociables en el más amplio concepto de “instrumentos” y, respecto de aquéllos —los valores negociables— otorga un concepto más restringido, en el que, de forma expresa, se establece que sólo han de entenderse incluidas las acciones, las obligaciones y los valores asimilados a ambas⁽¹⁰⁰⁾ (vid. artículo 1.4 de la DSI), quedando así excluidas las participaciones en fondos de inversión⁽¹⁰¹⁾ [vid. apartado 1, letras a) y b), de la sección B

n.º 1, 1990, pp. 55 a 77; DÍAZ RUIZ, E., *Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAS) y futuros financieros sobre intereses*, Madrid, 1993; del mismo autor, “El contrato de swap”, *RDBB*, n.º 36, 1989, pp. 733 y ss., y LAMOTHE, P., *Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés*, Madrid, 1996.

⁽¹⁰⁰⁾ En opinión de KIRCHNER, P./SALINAS, C., *op. cit.*, p. 63, ello probablemente se deba a una mala traducción del concepto francés *valeur mobilière*, que, en nuestro ordenamiento no se corresponde con el de “valor negociable”, sino con el de “valor mobiliario”.

⁽¹⁰¹⁾ En nuestro ordenamiento, dichos instrumentos, las participaciones en fondos de inversión, son expresamente catalogados como valores negociables por el artículo 2.2 del Real Decreto 291/1992. Encajan además perfectamente en la definición transcrita de valores negociables (vid. *supra* apartado II.3). En torno a ellos existía la duda en lo referente a la concurrencia de la nota de la negociabilidad, por cuanto que no existe ningún mercado oficial en el que puedan cotizar. Sin embargo, tal y como hemos definido la citada característica de la negociabilidad, no existe problema en considerarla igualmente predicable respecto de las participaciones en fondos de inversión. Aunque la señalada negociabilidad pueda traducirse en la aptitud del valor en cuestión de constituir objeto de negociación en un mercado secundario oficial, ello no puede hacerse depender de ningún factor extrínseco, ajeno a la naturaleza del instrumento, y tampoco, por tanto, de la existencia de un concreto mercado oficial en el que dicho valor pueda cotizar (vid. *supra* apartado II.1.B).

del anexo de la DSI]. Sin embargo, ello no significa ni que el concepto de valor negociable que se deduce de nuestra normativa deba entenderse alterado, ni que la Ley 37/1998 haya hecho una mala transposición de la DSI en este punto. Por una parte, la propia norma comunitaria, en su considerando undécimo, dispone que las definiciones de instrumentos y valores negociables en ella contenidas “sólo serán válidas para la presente Directiva”, no teniendo así por qué afectar a las definiciones contenidas en el derecho interno de los distintos países miembros⁽¹⁰²⁾. Por otra, el ámbito objetivo de la normativa reguladora del mercado de valores ha sido ampliado exactamente en la dimensión pretendida por la DSI. Ha de entenderse que únicamente es éste el resultado impuesto por la mencionada Directiva y que, por tanto, en lo que se refiere a esta cuestión, la transposición de la misma a nuestro ordenamiento, realizada por la Ley 37/1998, ha sido correcta.

2. Delimitación legal de los “instrumentos financieros”. Valoración crítica y conclusión

Según dispone el artículo 2.2 de la LMV, son instrumentos financieros y quedan, por tanto, sometidos a la normativa reguladora del mercado de valores: en primer lugar, los contratos que sean objeto de negociación en cualquier mercado secundario, con independencia de su carácter oficial o no; en segundo lugar, los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que tengan por objeto valores negociables o cualquier subyacente de naturaleza financiera y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario —oficial o no— (es decir, opciones, futuros, swaps y fras); y, por último, los contratos distintos a los anteriores que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, aun cuando su subyacente no sea financiero, incluidos las mercaderías, las materias primas y cualquier otro bien fungible (haciendo con ello referencia, de forma evidente, a las opciones y futuros sobre cíclicos, no incluidos en la DSI⁽¹⁰³⁾).

Lo primero que puede sorprender, tras la lectura del artículo 2.2 de la LMV, es que, en coherencia con lo establecido en la DSI, en el concepto de instrumento financiero se incluyen figuras o contratos, como los swaps y los

⁽¹⁰²⁾ KIRCHNER, P./SALINAS, C., *op. cit.*, p. 64.

⁽¹⁰³⁾ Al respecto, entre otros, vid. COSTA RAN, L., *Futuros y opciones en materias primas agrarias*, Barcelona, 1991.

fras, que no son negociables en términos de mercado⁽¹⁰⁴⁾. No obstante, la vinculación de un determinado instrumento con el mercado de valores, que evidentemente es lo que ha de determinar su sometimiento a la normativa reguladora de dicho ámbito, no tiene por qué reducirse a los mercados secundarios o primario. Puede existir igualmente respecto de los operadores profesionales, que es precisamente lo que ocurre con los swaps y los fras, por cuanto que los instrumentos sobre los que operan las empresas de servicios de inversión no se limitan a los negociables en algún mercado de índole financiera. Siendo así, no existe ninguna razón que pueda justificar que parte de la actividad llevada a cabo por los operadores del mercado de valores pueda escapar de las normas de conducta y transparencia, y del control ejercido por la CNMV⁽¹⁰⁵⁾. La normativa del mercado de valores no sólo busca ofrecer una completa regulación de los mercados primario y secundarios, adecuada a la demanda de agilidad y liquidez. La protección de la clientela y, con ello, la seguridad y el control sobre los intermediarios, constituye igualmente una constante en todo el mercado financiero, que se erige además en un factor competitivo de enorme relevancia, sobre todo, en la coyuntura actual en la que cada vez son más las barreras que se suprimen para alcanzar un verdadero espacio único europeo. Se deduce así que la finalidad con la que estos contratos son incluidos en el concepto de instrumento financiero, y con ello en el ámbito de aplicación de la normativa del mercado de valores, es evitar que puedan existir prácticas llevadas a cabo por determinados operadores financieros que queden al margen de las normas de conducta y transparencia existentes en todos los campos del mercado financiero.

Por otro lado, se advierte también que la LMV, para delimitar la nueva "categoría" de instrumentos financieros, utiliza una fórmula híbrida. Ni brinda una definición, ni tampoco, tal y como sí hace la DSI, realiza una enumeración

(104) CACHÓN BLANCO, J.E., "Análisis jurídico de los conceptos...", *cit.*, 829, sin embargo, da una definición del concepto de instrumento financiero de la que parece deducirse la necesidad de su negociabilidad. Probablemente ello se deba a que la obra citada data de 1996, es decir, es anterior a la promulgación de la Ley 37/1998, que, tal y como ya ha sido apuntado en reiteradas ocasiones, es la norma que introdujo en nuestro ordenamiento el concepto de instrumento financiero como delimitador del ámbito de aplicación de la LMV y su normativa de desarrollo. Tras la entrada en vigor de la citada Ley, es indudable que la negociabilidad en términos de mercado no constituye un requisito ineludible para que un determinado contrato o práctica sea catalogado como "instrumento financiero" y quede sometido a la LMV, pues así se establece expresamente en la letra b) de su artículo 2.2.

(105) En palabras de KIRCHNER, P./SALINAS, C., *op. cit.*, p. 62, se trata de adaptar el ámbito objetivo de la LMV a la constatación práctica de que los instrumentos sobre los que operan las empresas de servicios de inversión no se limitan a los negociados en algún mercado de índole financiera, ya que se considera que todos ellos han de estar bajo el control de la CNMV.

de las concretas figuras que han de entenderse integradas en dicho concepto. Al respecto, el artículo 2.2 contiene tres letras en las que, unas veces, enumera ciertas figuras concretas y, otras, con pretensiones de generalidad, indica ciertas características cuya concurrencia determina la catalogación de la figura como instrumento financiero, huyendo de la referencia expresa a la denominación de prácticas ya existentes, que claramente subyacen en tales indicaciones. El legislador español ha querido así hacer alarde de una mayor abstracción, sin duda, con el objetivo de impedir que, introduciendo ciertas desviaciones respecto de algunas de las figuras ya existentes, se pueda eludir la aplicación de la LMV y su normativa de desarrollo. No obstante, con la fórmula utilizada no es posible asegurar que ello no pueda suceder. Para algunos, si se ha introducido el concepto "instrumento financiero" a modo de cláusula de cierre para que todas y cada una de las prácticas llevadas a cabo por las empresas de servicios de inversión hayan de someterse a la LMV y al control de la CNMV, más claro y efectivo hubiera resultado haberlo precisado así, estableciendo que por instrumento financiero ha de entenderse todo aquello que, sin ser valor negociable, sea objeto de la actividad de unas empresas de servicios de inversión⁽¹⁰⁶⁾. No obstante, no parece que sea fácil buscar una definición infalible a posibles "artimañas" para eludir los controles establecidos desde la LMV.

En un campo como el del mercado de valores, caracterizado por su constante evolución a un ritmo vertiginoso, intentar buscar nuevos conceptos que, perfectamente perfilados, cumplan una función permanentemente omnicompreensiva de su ámbito objetivo, puede resultar un tanto estéril. Estamos además en un ámbito del Derecho, y concretamente del Derecho mercantil, en el que las modificaciones legislativas han sido y son constantes y en el que, por tanto, no debe asustar ni sorprender la certeza de que pueda llegar un momento en el que ciertos conceptos legales se queden obsoletos o resulten insuficientes. Por supuesto, no por ello hay que renunciar a intentar dotar de cierta generalidad y permanencia a aspectos tan importantes como la delimitación del ámbito objetivo de aplicación de la legislación sobre el mercado de valores, que, además, para la verdadera eficacia de todos los demás aspectos legales, es obvio que requiere servirse de conceptos "estables" a la vez que flexibles. Desde esta perspectiva, que el legislador español huya de la excesiva concreción utilizada por la DSI en este punto, cuando enumera las figuras y caracteres que determinan la existencia de un instrumento financiero, sometido, por tanto, a la LMV y su normativa de desarrollo, parece algo merecedor de un juicio positivo. Ciertamente, la fórmula utilizada podría haberse simplificado, estableciendo, por ejemplo, que instrumento financiero es todo contrato que, o bien sea susceptible de negociación en cualquier tipo de mercado, o bien cuente con un subyacente

(106) *Ibid.*, p. 66.

de naturaleza financiera, o que reúna ambas cualidades. No obstante, que además se haya hecho referencia expresa a figuras como los futuros y opciones tampoco es algo que carezca de cierta utilidad. La aparición de estos últimos instrumentos citados, que debían entenderse sometidos a la LMV, pero que, de forma clara, no reunían una de las características definitorias de los valores negociables (la de agrupación en emisiones), hizo tambalear los contornos de dicho concepto, dificultando con ello su concreción⁽¹⁰⁷⁾. De esta forma, la inclusión expresa de los futuros y opciones entre los “instrumentos financieros” acaba con cualquier intento de caracterizarlos como valores negociables, contribuyendo así a perfilar las líneas delimitadoras de éstos. De lo contrario, dados los esfuerzos realizados desde la doctrina para encajar a los futuros y opciones en la categoría de los valores negociables, podía seguir suscitándose la cuestión de la caracterización de dichos contratos como valores negociables o como instrumentos financieros⁽¹⁰⁸⁾. Pero ello sólo sería posible mediante la desvirtuación de la característica de agrupación en emisiones, que es además la que verdaderamente da lugar a que los valores negociables constituyan una nueva categoría, al dotarlos de autonomía respecto de los tradicionales valores mobiliarios⁽¹⁰⁹⁾.

De esta forma, no existe ya ningún obstáculo en entender que los valores negociables se definen, además de por la negociabilidad, por la nota de agrupación en emisiones y, con ello, en afirmar que constituyen una categoría autónoma, tanto de los valores mobiliarios, como de los instrumentos financieros. Es posible hoy encajar dicha consideración con todos los pronunciamientos vertidos desde la ley sobre la caracterización de los valores negociables, y ello a partir de la inclusión del concepto de instrumento financiero como igualmente delimitador del ámbito objetivo de aplicación de la LMV y gracias también a la expresa aclaración de la inclusión en dicho nuevo concepto de los futuros y opciones⁽¹¹⁰⁾. Únicamente es posible objetar que, tras la reforma operada por la Ley 37/1998, la LMV siga sin “atreverse” a incluir una definición clara de los valores negociables, que es algo que, además de resultar más fácil desde la introducción del concepto “instrumento financiero”, ayudaría, sin duda, a perfilar a este último, pues, a diferencia de lo establecido en la DSI, para la LMV valores negociables e “instrumentos financieros” constituyen dos categorías diferentes, cuya única conexión se encuentra en compartir la finalidad delimitadora del ámbito de aplicación de la normativa mobiliaria⁽¹¹¹⁾.

(107) *Vid. supra* apartado III.1.A.

(108) *Ibidem*.

(109) *Vid. supra* apartado II.3.

(110) *Vid. supra* apartado III.1.A.

(111) *Vid. supra* apartado III.1.B.